



***O Príncipe* de Maquiavel - O primeiro manual de fusões e aquisições?**

André Gil Soares Campos

Dissertação de Mestrado em Finanças

Orientada por:

Miguel Augusto Gomes Sousa

Setembro 2012

ÍNDICE

Índice.....	i
O Autor	iii
Agradecimentos.....	iv
Resumo.....	v
1. Introdução	1
1.1 Nicolau Maquiavel e <i>O Príncipe</i>	2
1.2 Motivação.....	3
1.3 Objetivo.....	3
1.4 Materiais e métodos	4
2. Revisão de Literatura	5
2.1 Maquiavel e a gestão de recursos humanos	6
2.2 Maquiavel e a gestão estratégica.....	10
2.3 O líder de Maquiavel.....	12
2.4 <i>O Príncipe</i> reinventado	13
2.5 Síntese	14
3. Maquiavel e as Fusões e Aquisições	15
3.1 Âmbito.....	16
3.2 O processo de integração pós-aquisição	17
3.2.1 A homogeneização das culturas	17
3.2.2 O <i>turnover</i> de pessoas	20
3.2.3 As equipas de integração	22
3.2.4 Aplicação de penalizações.....	24
3.2.5 Síntese	24
3.3 <i>Stakeholders</i> nas operações de fusões e aquisições.....	27

3.3.1 As tropas mercenárias	27
3.3.2 Os agentes externos	28
3.3.3 O problema de agência	31
3.3.4 A qualidade dos agentes externos	33
3.3.5 O papel determinante das comissões	34
3.3.6 A liderança interna do processo	36
3.3.7 Síntese	37
3.4 <i>Management buyouts</i> , alianças e <i>white knights</i>	39
3.4.1 <i>Management buyouts</i>	39
3.4.1.1 Definição de Management buyout	40
3.4.1.2 O papel daqueles que apoiam a conquista	41
3.4.2 Aliados	43
3.4.2.1 <i>White knight</i>	44
3.4.3 Síntese	46
 4. Conclusão	 48
5. Bibliografia	53

O AUTOR

André Campos é licenciado em Economia pela Faculdade de Economia do Porto, com média de 16 valores. Frequenta, atualmente, nesta mesma instituição de ensino o Mestrado em Finanças, onde no decorrer do ano de 2012, venceu o *Prémio Primus Interpares*, atribuído pelo banco *Santander Totta*, *Grupo Impresa* e *Mckinsey* através da *Fundação Manuel Violante* ao melhor aluno de Mestrado, do país, nas áreas da Gestão e Engenharia, combinando critérios académicos e analíticos com outras *softskills*.

É jogador federado de minigolfe, desde 1999 e internacional desde 2003, tendo disputado mais de dez Campeonatos da Europa e do Mundo, de juniores e seniores. Foi também, em ambas classes uma vez campeão nacional individual (Juniors em 2006 e Seniores em 2011) e cinco vezes campeão nacional por equipas (Juniors em 2004, 2005 e 2006 e Seniores em 2008 e 2009). Foi também, em 2012, responsável máximo pela organização da principal prova do calendário internacional de 2012, o Campeonato da Europa – Porto 2012.

Trabalha desde 2010 no Millenniumbcp onde se encontra a desenvolver um programa de desenvolvimento que lhe permite ter uma visão global da organização.

AGRADECIMENTOS

À Faculdade de Economia do Porto, por ser uma fonte inesgotável de aprendizagem, que me deu muito nestes últimos cinco anos,

Aos meus pais e à minha irmã, por estas duas décadas de ensinamentos e inspiração,

Ao Professor Miguel, meu orientador, pela força e incentivo que fez com que nunca pensasse em baixar os braços,

À Rita, por ter sido o meu suporte durante a realização deste trabalho, uma ajuda inesgotável,

O meu mais profundo obrigado!

ABSTRACT

Throughout this dissertation, we will present a parallel between Niccolò Machiavelli's masterpiece, *The Prince*, and the theories of mergers and acquisitions. This parallel will be based on the analysis of both Machiavelli's 15th century Italy, and today's business world.

In order to find out how up to date Machiavelli's teachings, opinions and descriptions really are, we will rely on the academic bibliography related to mergers and acquisitions, as well as on Machiavelli's masterpiece, *The Prince*.

Finally, we will conclude that in domains such as post-acquisition integration, the role of external agents in mergers and acquisitions, management buyouts, and white knights, it is actually possible to create a parallel between the realities of then and now. Moreover, we will find that Machiavelli's words are still perfectly suitable and updated, even though five centuries have already gone by, and the scope of analysis is not the same.

SUMÁRIO

Nesta dissertação, far-se-á uma ligação entre a obra-prima do filósofo italiano, Nicolau Maquiavel, cujo título é *O Príncipe*, e as teorias sobre fusões e aquisições de empresas. Esta ligação é feita através do estabelecimento de um paralelo entre a Itália do século XV que Maquiavel descreve e o mundo empresarial dos séculos XX e XXI.

Recorrendo a bibliografia académica que nos permitiu perceber o que, de acordo com a teoria, deve ser feito pelas empresas por forma a maximizar o valor criado com os processos de fusão ou de aquisição, e ao livro *O Príncipe*, tentamos perceber qual a atualidade dos ensinamentos, opiniões e descrições presentes nesta obra.

Concluimos que em áreas como a integração pós-aquisição, o papel dos agentes externos nas operações de fusões e aquisições, os *management buyouts* ou os *white knights*, é possível estabelecer paralelos entre realidades. Mais ainda, aquilo que é dito por Nicolau Maquiavel é, na sua grande maioria, de uma enorme atualidade e correção, apesar de terem passado cinco séculos e do âmbito de utilização ser bastante diferente.

1. INTRODUÇÃO

1.1 NICOLAU MAQUIAVEL E *O PRÍNCIPE*

Nicolau Maquiavel, filósofo italiano dos séculos XV e XVI, é o autor da obra central desta dissertação, *O Príncipe*. As filosofias deste pensador resistiram mais de 500 anos e as suas teorias e obras estão agora, porventura, mais atualizadas do que nunca. Este autor de obras de pensamento estratégico deu origem a centenas de outras obras que analisam, aprofundam ou tentam contrariar as suas.

Maquiavel está também na origem do vocábulo *maquiavélico*¹, que é usado para designar uma pessoa mal-intencionada. Esta associação com o nome do filósofo italiano tem origem na sua obra-prima, e que já referi, *O Príncipe*, obra esta que foi finalizada em 1513 e apenas foi publicada postumamente, em 1532. (David Martelo, 2006 *cit in* Maquiavel, 2010).

Nesta obra, que dedicou a Lourenço de Médicis II, Maquiavel explora e discorre sobre os tipos de principados existentes, a melhor forma de os conquistar e defender e dá conselhos a um príncipe sobre como se relacionar com as nações vizinhas, com os seus súbditos e também com os seus adversários.

A intemporalidade desta obra advém do facto de descrever a realidade como ela é, e não como gostaríamos que fosse. Atendendo a que a essência do ser humano não muda com os tempos, clássicos como este são aplicáveis na sua totalidade aos seres humanos e às instituições de hoje, tal como eram às do seu tempo. É sobre este autor e sobre a obra que o tornou intemporal que alicerçaremos o trabalho que apresentaremos de seguida.

Feita a apresentação da obra que serviu de base a esta dissertação, passaremos a referir os motivos da escolha deste tema.

¹ “**Maquiavélico** 1. Do maquiavelismo ou a ele relativo. 2. Em que predomina a astúcia, a má-fé e o oportunismo. 3. Pérfido, ardiloso, velhaco.” Dicionário Priberam da Língua Portuguesa em *maquiavélico*.

1.2 MOTIVAÇÃO

Este projeto surgiu de uma forma tão natural como a forma como Maquiavel aborda os vários temas a que se propõe no correr do livro. Conforme se vai avançando na leitura da obra, vários pontos despertam a atenção para uma estreita relação entre a realidade das nações italianas do século XV e a realidade das empresas dos séculos XX e XXI. Conquistas, culturas, integrações, jogos de poder, alianças, vinganças ou promoções, são vários dos vocábulos usados em *O Príncipe* que hoje, passados cinco séculos, fazem parte do dia a dia de qualquer empresa.

Quer as nações do século XV, quer as empresas do século XXI, não foram, ou não são, mais do que um somatório dos seus cidadãos/trabalhadores, são ambas lideradas por um ser humano com bastante poder sobre os demais: o Príncipe/CEO. Mais ainda, estes seres humanos que compõem nações e empresas, têm em comum a génese da ambição que diferencia o ser humano dos outros animais e que lhe permitiu, ao longo dos vários séculos, ser melhor e ir mais longe. Neste sentido, tornou-se cativante perceber por que é que uma obra com cerca de 500 anos descreve quase na perfeição a realidade dos nossos tempos.

1.3 OBJETIVO

Atendendo às similaridades já referidas, colocamo-nos o desafio de perceber qual a atualidade d'*O Príncipe* de Maquiavel e para isso restringimos o nosso âmbito de análise à gestão de empresas. No entanto, sendo esta uma área onde a aplicação de *O Príncipe* já existe com alguma frequência, como veremos no capítulo referente à *revisão de literatura*, restringimos ainda mais o nosso âmbito, focando-nos numa área específica da gestão de empresas a área das fusões e aquisições de empresas. Assim, a pergunta de partida que nos guiará ao longo deste trabalho é:

Será que Nicolau Maquiavel escreveu há cinco séculos atrás, na sua obra-prima, *O Príncipe*, teorias que hoje se aplicam às fusões e aquisições de empresas?

1.4 MATERIAIS E MÉTODOS

Para respondermos a esta questão, recorreremos a diferentes materiais. Utilizaremos, obviamente, o livro *O Príncipe* de Nicolau Maquiavel, de onde retiraremos as estratégias e as filosofias do autor do século XV, que de seguida cruzaremos com as teorias escritas nos séculos XX e XXI dedicadas às operações de fusões e aquisições de empresas. Encontraremos essas teorias em artigos académicos, livros de gestão e outra bibliografia académica. Por fim, tentaremos fazer uma transposição das teorias de Maquiavel para a realidade referindo, sempre que possível, casos reais nos quais o seu sucesso ou insucesso dependeu do fator em análise no capítulo em que se incluem.

Para expor os resultados desta pesquisa e deste trabalho, estruturamos esta dissertação em quatro capítulos. O primeiro será uma revisão da literatura existente que liga *O Príncipe* de Nicolau Maquiavel à gestão de empresas. Os três capítulos seguintes abordarão, cada um, um tema no âmbito das fusões e aquisições e compará-lo-ão com o que afirmou o filósofo italiano sobre uma realidade semelhante, dentro da teoria política. Concluiremos então, respondendo à nossa questão de partida e fazendo uma síntese das conclusões de todos os capítulos escritos anteriormente.

Para terminar, resta-nos desejar que este trabalho contribua para uma maior ligação com a história. É também nossa intenção que este trabalho, ao mesmo tempo, ajude a esclarecer o papel e a visão estratégica do filósofo Nicolau Maquiavel no século XV e nos séculos que se seguiram. E por fim, esperamos que nos permita perceber que independentemente do tempo e do âmbito em que o ser humano atua, a sua natureza é a mesma e, conseqüentemente, o modo de agir também o é.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Estabelecer paralelismos entre a gestão de empresas e a obra de Nicolau Maquiavel é algo que tem vindo a ser feito por vários autores, ao longo da segunda metade do século XX, abordando diferentes áreas de estudo. A importância da obra do filósofo italiano é notória, não só no número de estudos, mas também na controvérsia em que se envolve, mesmo volvidos mais de quinhentos anos do nascimento do seu autor. Esta realidade é bem sintetizada por Harris (2010) que afirma que “o pequeno livro se tornou na mais chocante obra literária da Itália renascentista, tendo dado origem ao adjetivo, pejorativo, Maquiavélico.”², referindo-se à obra mais famosa de Maquiavel, *O Príncipe*. Esta é a leitura mais comum da sua obra, no entanto é também “muito simplista, e pior, incorreta”³, afirma Harris (2010) fazendo um paralelo com a política moderna em que, por exemplo, as leis antiterroristas adotadas têm o mesmo princípio moral, princípio este que não é linearmente o de os fins justificarem os meios, uma vez que, na opinião do autor, “Maquiavel não era amoral ou sem escrúpulos, mas simplesmente acreditava que a nossa moral era perigosamente dogmática, impraticável e irresponsável.”⁴. Esta ideia é reforçada pela comparação, de Bos (2002), entre o homem de Maquiavel e os jogadores de póquer, a quem é permitido mentir e enganar, ou seja, a quem é permitido não ser virtuoso, desde que joguem dentro das regras da sociedade, ou no caso dos jogadores de póquer, dentro das próprias regras do jogo.

2.1 MAQUIAVEL E A GESTÃO DE RECURSOS HUMANOS

Ao nível da teoria da gestão, o campo com mais análises feitas à luz da obra principal de Maquiavel, *O Príncipe*, é o da liderança e da gestão de pessoas, por este ser um livro cujo tema principal é o modo de agir de um príncipe/líder perante os seus súbditos/equipa.

² “This small book came to be seen as the most shocking piece of literature of the Italian Renaissance, and gave birth to the well known negative epithet now commonly used in many languages, ‘Machiavellian’.” Harris (2010:5)

³ “Machiavelli’s methods are more often than not described as amoral. This is at best very simplistic, and at worst incorrect.” Harris (2010:7)

⁴ “Machiavelli would not have supported a general maxim that the end justifies the means – he believed that one particular end and that obtaining liberty dictated the means. He was not amoral and unscrupulous: he simply believed that our morality was dangerously dogmatic, impractical and irresponsible.” Harris (2010:8)

Calhoon (1969) estabeleceu um paralelo entre a realidade em que vivia Maquiavel e a vida empresarial atual, para depois explicar como seria um gestor do século XX criado por Maquiavel. Fazendo a ressalva de que “o comportamento atual é mais suave, menos flagrante e mais subtil”⁵, o autor afirma, no entanto, que a “necessidade de poder e as atitudes para controlar os comportamentos dos outros continuam a ser similares”⁶, e resume o gestor “maquiavélico” do século XX como aquele que aplica a agressividade, a manipulação, a exploração e tem atitudes desviantes com o único fim de atingir os seus objetivos pessoais e empresariais.

Em detalhe, as seis forças que são responsáveis pelas atitudes “maquiavélicas” dos líderes do presente, são: i) a ambição por via da impaciência que causa nos indivíduos e organizações; ii) as restrições da organização quer nos atos, quer nos incentivos; iii) o excesso de autoridade e a falta de liderança por via do exemplo; iv) o modo de operacionalidade pela adoção do método tentativa-erro como o decisor de viabilidade; v) a ignorância, que se transforma em agressividade, e por fim vi) a personalidade do indivíduo que tende a ser de extremos, ora compulsiva, ora avessa ao confronto (Calhoon, 1969)⁷. Esta é, como já foi referido, a visão mais comum da obra de Maquiavel, como promotora da falta de princípios para atingir os objetivos a que cada indivíduo se propõe, sendo este fenómeno descrito por Calhoon (1969) da seguinte forma: “(...) por outro lado, a conotação de maquiavélico com conivência, manipulação, não olhar a meios para atingir os fins, eclipsaram por completo a utilidade e validade dos seus conceitos.”⁸.

Uma versão mais positiva da influência da obra no comportamento dos gestores é a de D’Andrade (1993), que tenta transformar o Príncipe num *CEO*, uma vez que “o modelo maquiavélico é frequentemente aclamado como uma descrição realista da vida

⁵ “Behavior is today smoother, less blatant, more subtle.” Calhoon (1969:210)

⁶ “But feelings, needs for power, and actions to control the behavior of others follow remarkably similar paths (...)” Calhoon (1969:210)

⁷ “A number of forces are responsible for Machiavellian actions on the part of leaders today: 1. Ambition-consequent impatience; 2. Organizational constraints – on actions or incentives; 3. The failure of less directive methods – setting examples or giving cues; 4. Operationality – feasibility as observed and as a consequence of trial and error; 5. Ignorance – aggressiveness, etc., the only ways known to obtain results; 6. Personality of the individual – e.g., compulsive, or at the other extreme, averse to confrontation.” Calhoon (1969:211)

⁸ “On the other hand, the prevailing connotation of “Machiavellian” as a conniving, manipulative, cold-blooded means for arriving at selfish ends has completely overshadowed the need for and validity of his concepts.” Calhoon (1969:205)

empresarial moderna”⁹. Para este autor, estabelecer este paralelo é por vezes difícil, pois o *CEO* é bastante menos poderoso do que o Príncipe de Maquiavel. Outra das dificuldades prende-se com a definição das personagens, bem como com a definição de quem é, ou não, um cidadão, sugerindo, por exemplo, que os cidadãos sejam todos os *stakeholders* da empresa. Para este autor, seguir a linha de Maquiavel é ter acesso a um leque de vantagens, tais como ter mais alternativas do que o homem moral, ou criar nos outros a ânsia de se lhe aliarem em vez de causar sentimentos de repugnação.

De modo a substancializar esta vantagens apontadas, o autor deste artigo estabelece vários exemplos de atitudes na vida empresarial baseados nas teorias de *O Príncipe*, sendo um deles o uso da brutalidade quer dos atos, quer das palavras para evitar a oposição, ou a expansão de domínios, leia-se quotas de mercado, por via de batalhas, que será o mesmo que dizer ofertas hostis, ou disputas judiciais. Este artigo recorre frequentemente à criação de paralelos entre o mundo de Maquiavel e o mundo das empresas (D’Andrade, 2003), o que também faremos para o desenvolvimento do nosso estudo. Neste caso, o autor faz uma comparação entre os nobres da época medieval e os gestores seniores das empresas. Apesar de se focar maioritariamente nas questões do líder e dos recursos humanos, também a estratégia empresarial é abordada. Começando por definir a concorrência entre as empresas como o equivalente às guerras do século XVI, o autor vai depois mais longe referindo que:

“Tal como Maquiavel aconselhou o Príncipe a olhar à sua volta em busca de estados mais fracos para absorver ou desmantelar, também as empresas se devem sentir livres para desmantelar qualquer concorrente de qualquer forma, incluindo espionagem industrial, contratando colaboradores estratégicos, sabotando os planos ou produtos dos concorrentes, afetando a sua reputação junto dos clientes, fazendo alianças que enfraqueçam ou isolem um determinado concorrente ou recorrendo a ofertas hostis (guerra).”¹⁰

⁹ “The Machiavellian model is often praised as a realistic description of modern corporate life.” D’Andrade (1993:395)

¹⁰ “Just as Machiavelli advises the prince to look around for weaker states to absorb or dismember, so the corporate “state” would feel free to undermine competitors in any way it could, including industrial

Neste parágrafo são, então, abordados alguns temas que exploraremos em *O Príncipe*, tais como as alianças e as ofertas hostis, que tal como este autor menciona, podem ser comparadas às guerras do século XVI e pode, conseqüentemente, ser feita uma aplicação da teoria de Maquiavel.

No âmbito dos recursos humanos existem também alguns estudos empíricos que nos permitem perceber a importância que o pensamento de Maquiavel assume na vida de atuais e futuros gestores. Assim, podemos analisar as conclusões de Cyriac e Dharmaraj (1994) que estudaram para um âmbito espacial específico, a Índia, se “as influências de Maquiavel são altamente perceptíveis nos gestores Indianos?”¹¹. Os resultados do estudo, não sendo surpreendentes, vieram corroborar empiricamente o que os autores anteriores afirmaram. Os autores realizaram dois inquéritos a 75 profissionais de quatro diferentes localizações e de diversas empresas, pertencentes a diferentes indústrias e que eram, na sua maioria, gestores seniores. Com este estudo procuraram testar a importância de diferentes valores em duas dimensões da vida dos gestores, o pessoal e o profissional. Daqui concluíram que, em ambas as dimensões, os valores mais prioritários são a *responsabilidade* e a *honestidade* e que o menos prioritário é a *obediência*. No entanto, os valores que permitem chegar a mais conclusões são aqueles que assumem prioridades muito diferentes nas duas dimensões (pessoal e profissional), como por exemplo o *autocontrole* e o *amor*. O primeiro, juntamente com *capaz* e *lógico* têm muita importância ao nível profissional e pouca ao nível pessoal e o segundo tem uma importância inversa nos dois inquéritos.

Posteriormente, os autores dividiram os gestores por experiência de trabalho e idade e concluíram, por exemplo, que o grupo dos profissionais mais jovens valoriza mais a responsabilidade do que os outros grupos. Desse modo, os autores concluem que não existe uma “separação radical ou dicotomia completa entre os valores profissionais e pessoais”¹² dos gestores indianos, apesar de as suas atitudes profissionais terem muita relação com o maquiavelismo, uma vez que a nova vaga de gestores parece cada vez

espionage, luring away key personnel, sabotaging the competitors' plants or products, undermining their reputations with customers, forming strategic partnerships (alliances) which weakened and isolated a competitor, and hostile takeovers (war).” D’Andrade (1993:403)

¹¹ “(...) the question arises whether Machiavellian influences are perceptibly high on Indian managers.” Cyriac e Dharmaraj (1994:281)

¹² “The study presented above clearly shows that there exists no radical split or complete dichotomy between the personal and the professional values of Indian managers.” Cyriac e Dharmaraj (1994:286)

mais orientada para os objetivos e menos apegada aos empregos. Apesar desta influência, os autores ressaltam que os gestores indianos mantêm a sua integridade e “estão longe de perder os seus valores”¹³, podendo então dizer-se que “Maquiavel inspira os gestores indianos nas suas tarefas do dia a dia, mas não se tornou no principal determinante na tomada de decisões.”¹⁴.

Outro estudo empírico, feito por Miesing e Preble (1985) coloca a filosofia maquiavélica em paralelo com outras quatro filosofias (darwinismo, universalismo, relativismo e objetivismo) num inquérito a 487 estudantes inscritos numa escola de gestão, com o objetivo de perceber qual das filosofias mais influenciava as suas decisões. As conclusões são bastantes interessantes, sendo que a filosofia de Maquiavel, descrita pelos autores como aquela em que “as ações morais são apenas aquelas que são eficientes no cumprimento de algum objetivo”¹⁵, foi aquela que obteve um menor grau de concordância, tendo, no entanto, um estereótipo de seguidor bem definido. O grau de concordância com a filosofia maquiavélica está negativamente relacionado com a idade e o número de anos de escolaridade. É também mais comum em estudantes de gestão e de economia, em elementos do sexo masculino e em pessoas menos religiosas.

2.2 MAQUIAVEL E A GESTÃO ESTRATÉGICA

Outra vertente da gestão em que as obras de Maquiavel foram analisadas, é a da estratégia empresarial, como podemos notar no trabalho de D’Andrade (1993). Aqui o autor aborda não só a obra *O Príncipe*, pelo lado do líder e da sua relação com os súbditos mas também pelo modo de governação das nações e das suas relações com outras nações. Em termos políticos poderá dizer-se que se trata, neste caso, de política externa e no primeiro caso de política interna.

¹³ “Yet, they [Indian managers] are far from losing their personal sense of values.” Cyriac e Dharmaraj (1994:286)

¹⁴ “Niccolo Machiavelli inspires and influences managers in India to some extent in their day-to-day dealings, but has not become the final determinant in their professional decision-making.” Cyriac e Dharmaraj (1994:286)

¹⁵ “(...) moral actions are only those which are effective in accomplishing some purpose.” Miesing e Preble (1985:467)

Neste segundo prisma, o da política interna, Swain (2002) define três temas que se relacionam com a obra de Maquiavel e que são relevantes para a gestão de empresas: a modernidade, a vida pública e o executivo. No primeiro tema, a modernidade, o autor, começa por referir que na sua obra, Maquiavel, foi em busca de um mundo novo, conceptualizando-o, “havendo até alguns autores que argumentam ser ele o pai da modernidade”, pegando no exemplo de Strauss (1965)¹⁶. O período em que Maquiavel viveu foi também um complemento desta visão moderna, uma vez que também na sua obra o homem se encontra no centro do universo, sendo portanto esta conjugação de fatores que faz com que os seus textos sejam sobre o que o homem faz e não apenas sobre o que deve fazer. Citando o capítulo XV de *O Príncipe*, para exemplificar a presença da modernidade na obra: “Mas sendo minha intenção escrever coisas úteis para quem as vier a ler, pareceu-me mais conveniente ir directo à efectiva verdade da matéria do que aos conceitos que a imaginação sobre ela tece. Muitos cogitaram formas de repúblicas e principados jamais vistos e de que ninguém conhece a existência real.” (Maquiavel, 2010:113), Swain (2002) afirma que a modernidade é aquilo que envolve o homem e que muitos tendem a não notar e a não perceber o quão distintiva é.

A vida pública é abordada não tanto pela profundidade filosófica da obra de Maquiavel, mas antes pela conceção global que este faz da sociedade ao dividi-la em pública e privada, analisando, no primeiro caso, temas como a guerra, a diplomacia ou as empresas públicas. Swain considera que “é esta reconfiguração da vida pública que contribui para novas visões no setor privado”¹⁷ e que assim dá origem à maioria dos estudos feitos sobre o autor renascentista. É também dado como exemplo da contemporaneidade de Maquiavel e da aplicação da sua obra à gestão, quer de empresas públicas, quer de empresas particulares, o seu mais célebre conceito de que, os fins justificam os meios, antecipando a principal métrica do sucesso da gestão de empresas, cinco séculos depois: a eficiência. Para comprovar a amplitude da visão que Maquiavel tinha da vida pública, Swain (2002) compara-a com a visão de republicanos e democratas, demonstrando que está alinhada com ambas as ideologias ao defender, por exemplo, o apoio ao povo nas suas necessidades básicas e ao mesmo tempo defendendo

¹⁶ “Machiavelli conceptualizes and presents a modern view of the world; some argue that he founded or created modernity.” Strauss (1995:177) *cit in* Swain (2002:283)

¹⁷ “(...) he [Machiavelli] reconfigures public life and thereby contributed to new views of a private sector (...)” Swain (2002:284)

que o governo deixe as pessoas governarem-se sozinhas. Anteriormente, já Wollin (1960) tinha identificado estes dois níveis de moral e ética: o da vida pública e o da vida privada.

2.3 O LÍDER DE MAQUIAVEL

Tendo já revisto trabalhos académicos que relacionam temas como os recursos humanos e a estratégia com *O Príncipe*, vamos agora analisar o que já foi escrito sobre o líder de Maquiavel. Temos assim mais uma análise, na ótica de uma área muito específica dos recursos humanos, da obra do filósofo. Caracterizando este líder como um não tradicional monarca, que contrariamente ao que era norma até então, não precisa de ter uma base legítima para governar, Swain (2002) refere também que, para Maquiavel, a necessidade de um líder surge da desordem natural em que as sociedades tendem a cair e que a perda de poder dos líderes está diretamente relacionada com a perda do medo por parte dos seus cidadãos. Consequentemente, o líder de Maquiavel deve estimular o medo nos seus cidadãos, fazendo uso da “crueldade bem aplicada”, conceito criado pelo próprio filósofo no capítulo VIII de *O Príncipe*. Este terceiro ponto referido por Swain (2002) culmina na afirmação de que “muitos executivos do setor privado tendem a agir como este príncipe, espalhando o medo, nem que esse medo seja apenas o de perder o emprego.”¹⁸.

A conclusão final deste estudo é a de que a influência de Maquiavel na gestão moderna é muito abrangente e profunda tendo mesmo criado o ideal de o ser humano tentar servir os seus próprios fins¹⁹.

Abandonando a abordagem por via dos recursos humanos, fazendo apenas menção à figura do líder como catalisador da mudança, McGuire e Hutchings (2006) focam o seu artigo nas mudanças nas organizações, uma área que os autores identificam como uma falha na aplicação da obra de Maquiavel à gestão.

¹⁸ “Still, many private sector executives try to act in a prince-like fashion by striving to instill fear, even if the fear is only of losing one’s job.” Swain (2002:286)

¹⁹ “Machiavelli does recommend ruthlessness. Nonetheless, his influence on modern management is much more profound in other ways. He created the modern project of human beings serving their own ends.” Swain (2002:286)

Para os autores, Maquiavel identifica vários tipos de mudança organizacional, as esperadas e as inesperadas, as que se integram na tradição ou as dramáticas e as transformativas. Para este último tipo, Maquiavel sugere que a devastação é a forma mais segura de manter o controlo. Daqui advém também a sua visão de que a melhor forma de impressionar os trabalhadores de uma empresa é por via de uma liderança e de um controlo forte, controlo este que será importante tendo em conta o papel que cada trabalhador tem individualmente na mudança. Neste artigo, o enfoque no papel da liderança na mudança organizacional e a sua relação com o príncipe de Maquiavel é uma constante, sendo feita uma recolha de várias referências bibliográficas que abordam o tema, sendo de destacar a menção feita pelos autores à ideia de Maquiavel de que “a percepção da competência e lealdade da gestão de topo é crítica para manter a estabilidade e assegurar a aceitação da mudança organizacional.”²⁰.

2.4 O PRÍNCIPE REINVENTADO

Para concluir este capítulo, será importante referir aquele que é o estudo mais famoso na relação entre a obra de Maquiavel e a gestão, o livro de Anthony Jay, *O Príncipe Reinventado* (1967). Jay segue o modelo de *O Príncipe*, para criar um manual de atuação para os gestores, referindo sempre exemplos históricos, maioritariamente políticos, pois para o autor a arte da gestão é, simplesmente, uma continuidade da arte de governar. A motivação deste autor é muito semelhante à desta dissertação, uma vez que surgiu ao encontrar paralelos entre a gestão, mais propriamente a integração de empresas adquiridas, e as primeiras páginas de *O Príncipe*.

Apesar de não aprofundar muito o tema das fusões e aquisições, o autor faz algumas referências ao tema, paralelizando empresas com estados e *takeovers* com conquistas. Dá também alguns exemplos históricos, para enquadrar os vários tipos de relações entre empresas. Por exemplo, compara a fusão de empresas com o casamento de Henrique VII e Elizabeth de York, que deu origem à fusão de duas das mais

²⁰ “Therefore, he maintained that the perception of the competence and loyalty of the top management team was critical to maintaining stability and ensuring acceptance of organisational change.” McGuire e Hutchings (2006:200)

poderosas famílias nobres de Inglaterra no século XVII²¹, com a visão de Joe Hyman que, no século XX, pretendeu unir as empresas de algodão inglesas²² e por fim compara-a com a ação política de Bismarck que uniu os estados alemães²³. Jay (1967) compara ainda as conquistas de nações mais fracas, em que o rei vencido se compromete a pagar um imposto anual, com os *takeovers* em que a empresa adquirente pouco mais quer da empresa adquirida que a apropriação dos seus lucros²⁴.

2.5. SÍNTESE

Concluída a revisão de literatura, na qual analisamos vários estudos que relacionam a gestão com a obra filosófica de Maquiavel, *O Príncipe*, podemos perceber que existem várias abordagens, teóricas e empíricas, e várias áreas da gestão que podem ser analisadas, como os recursos humanos, a estratégia, ou a mudança organizacional. Para o nosso trabalho, usaremos uma abordagem teórica a uma área da gestão ainda pouco explorada, a das fusões e aquisições de empresas.

²¹ “The result, in English history, was the great York-Lancaster merger, the marriage of the Lancastrian Henry VII to Elizabeth of York and the foundation of the Tudor dynasty.” Jay (1967:31)

²² “Joe Hyman of the British biyella textile federation had a different kind of vision: he looked at a fragmented inefficient demoralized cotton industry (...) And he saw a vision of a new, unified, integrated whole-textile industry (...)” Jay (1967:121)

²³ “(...) was Bismarck. He looked at a fragmented and inefficient confederation of German states (...) and he saw a single German nation (...)” Jay (1967:121-122)

²⁴ “That corresponds to a simple kind of takeover, where you do very little with the taken over firm except appropriate its profit.” Jay (1967:59)

3. MAQUIAVEL E AS FUSÕES E AQUISIÇÕES

3.1 ÂMBITO

Como podemos constatar pelo capítulo anterior, a aplicação da filosofia de Maquiavel à gestão de empresas não se trata de um tipo de estudo recente e tem sido usada em diversas áreas das empresas. No entanto, a aplicação específica às teorias das fusões e a aquisições não foi explorada convenientemente, sendo essa a tarefa a que nos propomos.

Começando por estabelecer um paralelo entre o mundo de Maquiavel e o mundo empresarial, de modo a homogeneizar determinadas terminologias e realidades, vamos agora definir os grandes intervenientes, deixando os detalhes para o correr de cada capítulo.

Tratando-se *O Príncipe* de um livro de estratégia política, podemos definir os estados como empresas, ou seja, são o objeto sobre o qual os homens exercem um poder administrativo, aquilo que atacam e conquistam por via militar, ou económica no caso das empresas. Com este paralelo, vem também o paralelo que se estabelece entre as relações existentes entre estados e entre empresas. São exemplos: as alianças, que exploraremos mais à frente, os tratados comerciais, as conquistas, as batalhas por territórios que são, em muito, semelhantes às parcerias, aos acordos comerciais, aos *takeovers* e à concorrência por um determinado mercado. No que diz respeito às pessoas, a personagem principal da obra de Maquiavel que estamos a analisar, o príncipe, encontra claramente semelhanças no *CEO* do mundo empresarial atual, ou no Presidente do Conselho de Administração. Aqui será importante ressaltar que o *CEO* não tem uma abrangência de poderes tão grande como a do Príncipe, uma vez que este é completamente soberano sobre o território e sobre a vida dos seus súbditos, sem necessidade de acordo dos seus pares, leia-se cortes. Quanto à população, tratar-se-ia dos trabalhadores das empresas com as devidas hierarquias que existem num e noutro grupo e que vão desde, por exemplo, os ministros/alta direção aos camponeses/operários fabris.

3.2 O PROCESSO DE INTEGRAÇÃO PÓS-AQUISIÇÃO

Após a fase de planeamento e da aquisição propriamente dita, entre as quais existem ainda outras seis fases segundo a divisão de DePamphilis (2012)²⁵, segue-se o processo de integração das duas empresas, a adquirente e adquirida no caso de uma aquisição, ou dos dois parceiros no caso de uma fusão. A integração é considerada uma fase crucial do processo, podendo a sua ausência ou má execução levar a maus, ou mesmo desastrosos, resultados (Shrivastava, 1986)²⁶, pois será do sucesso desta fase que dependerá a extração, ou não, do valor que foi projetado na fase de planeamento.

Também após a conquista de um outro estado, será necessário proceder à integração, quer das culturas e costumes, quer dos sistemas fiscais e, acima de tudo, dos sistemas de *governance*. Maquiavel dá orientações sobre estes temas, propondo um modo de atuação e, por isso, a integração será um dos três temas que abordaremos em maior profundidade no âmbito das fusões e aquisições, subdividindo o processo em vários momentos.

3.2.1 A HOMOGENEIZAÇÃO DAS CULTURAS

Iremos então iniciar esta análise percebendo o que nos diz Maquiavel sobre as diferentes culturas dos vários países.

No capítulo III de *O Príncipe* poderá ler-se: “Digo, por conseguinte, que estes estados que (...) são da mesma região e da mesma língua (...) é fácil a sua manutenção, sobretudo quando não estão habituados a viver livres.”²⁷ e “Quando se conquistam estados numa região diferente – na língua, nos costumes e nas instituições – surgem as

²⁵ “Phase 1: Building the Business Plan; phase 2: Building the Merger-Acquisition Implementation Plan; phase 3: The Search Process; phase 4: The Screening Process; phase 5: First Contact; phase 6: Negotiation; phase 7: Developing the Integration Plan; phase 8: Closing, phase 9: Implementing Postclosing Integration; phase 10: Conducting a Postclosing Evaluation” DePamphilis (2012:xii)

²⁶ “(...) This lack of integration has led many recent mergers to disastrous performance.” Shrivastava (1986:65)

²⁷ “Digo, por conseguinte, que estes estados que, uma vez conquistados, são anexados a um estado mais antigo, ou são da mesma região e da mesma língua, ou não são. No primeiro caso, é fácil a sua manutenção, sobretudo quando não estão habituados a viver livres.” Maquiavel (2010:46)

dificuldades (...)”²⁸. Conclui-se destes extratos que Maquiavel defende a existência de uma diferença clara na facilidade de integração de nações com a mesma cultura, face à integração de nações com culturas diferentes.

Na literatura relacionada com as fusões e aquisições, esta parece ser uma conclusão consensual, como é exemplo o que é defendido por Malekzadeh e Nahavandi (1990)²⁹, ao afirmar que a partilha de objetivos e princípios nas empresas pode ser uma forma de acelerar o processo de integração, uma vez que objetivos semelhantes incentivam à cooperação para os atingir.

Também Shrivastava (1986) afirma que o *organizational fit* é fundamental para o sucesso da integração e para a eficiência da operação. Para definir *organizational fit*, este autor usa o conceito de Jemison e Sitkin (1986) que o entendem como a forma como as características da gestão, do pessoal e da cultura da empresa adquirida encaixam nas da empresa adquirente³⁰.

Existem vários estudos que reforçam a importância desta semelhança ao nível da gestão de topo, uma vez que estas são peças fundamentais na extração e concretização das sinergias que motivam as fusões e as aquisições (Datta, 1991 e Chatterjee *et al.*, 1992 *cit in* Krishnan *et al.*, 1997)³¹. Será importante perceber que essa semelhança da gestão de topo se traduz, em termos concretos, numa melhor comunicação de objetivos e de planos de execução e que essa mesma comunicação tinha já sido apontada por Maquiavel como fator fundamental na semelhança entre duas nações, ao referir o facto de terem a “mesma língua” (Maquiavel, 2010).

No que concerne às vantagens de se tratar de países com culturas semelhantes, Maquiavel refere também a redução dos custos, para além do tempo, como poderemos

²⁸ “Mas, quando se conquistam estados numa região diferente – na língua, nos costumes e nas instituições –, surgem as dificuldades, sendo necessárias muita fortuna e muita habilidade para os manter.” Maquiavel (2010:47)

²⁹ “Sharing common goals, standards, services, and space can be a highly effective and practical way to integrate disparate cultures.” Malekzadeh e Nahavandi (1990) *cit in* DePamphilis (2012:223)

³⁰ “In contrast to strategic fit, organizational fit is defined as the match between administrative practices, cultural practices, and personnel characteristics of the target and parent firms and may directly affect how the firms can be integrated with respect to day-to-day operations once an acquisition has been made.” Jemison e Sitkin (1986:147)

³¹ “Organizational fit is particularly important at the top levels of the organization because, if the acquisition is to result in synergistic benefits, it is important for the top management team members in the acquiring and acquired firm to be compatible (Datta, 1991; Chatterjee *et al.*, 1992)”. Krishna *et al.* (1997:362)

ler no mesmo capítulo do excerto anterior: “(...) ou se toma uma medida deste tipo ou se empenham elevados efectivos de cavalaria e infantaria” (Maquiavel 2010:47-48). Esta relação entre a semelhança de culturas e a redução de custos é consensual nas teorias de fusões e aquisições e está, por exemplo, de acordo com a posição de Ivancevich e Power (1987) que vão ainda mais longe ao afirmar que os choques culturais podem levar a que os “colaboradores deixem de se identificar com a empresa, por sentirem que os seus valores estão a ser postos em causa”³², o que teria impactos negativos e muito significativos nos resultados finais da operação.

Para percebermos a importância e o impacto real do processo de integração numa fusão ou aquisição, abordaremos a fusão, verificada em 1998, entre a *Daimler* e a *Chrysler*, duas produtoras de automóveis, uma alemã e outra americana, que através desta fusão se tornaram no terceiro maior fabricante de automóveis mundial.

Prevendo elevadas sinergias, resultantes da junção da engenharia alemã à cadeia de distribuição americana, da partilha de custos de desenvolvimento de novas tecnologias e da junção de departamentos como os das compras, as empresas juntaram-se numa operação de 36 mil milhões de dólares³³ (DePamphilis, 2012). Enquanto a *Daimler* pretendia captar uma maior quota do mercado americano que tinha até então (1%)³⁴, a *Chrysler* queria evitar a tempestade perfeita que o seu *CEO* anunciou em 1997³⁵. Formou-se então uma empresa com 442 mil funcionários e uma capitalização bolsista de 100 mil milhões de dólares³⁶³⁷.

No entanto, o facto de as empresas serem de países tão diferentes e de, consequentemente, essa diferença se espelhar nas suas culturas, causou vários problemas que os gestores não souberam antecipar. Exemplo dessas diferenças é o modelo de gestão: a *Daimler* era gerida como um conglomerado com gestores

³² “(...) many employees involved in acquisition experience a powerful sense of loss (...). Afterward, they said they felt loss of identity and purpose; an anchor was taken from them.” Ivancevich e Power (1987:127)

³³ 36 biliões de dólares na terminologia anglo-saxónica

³⁴ “Daimler-Benz, meanwhile, was looking for a soul-mate. Despite a booming U.S. economy, its luxury vehicles had captured less than 1% of the American market.” Finkelstein (2002:3)

³⁵ “His urgent oratory, adapted from the nonfiction bestseller *The Perfect Storm*, a tale of three fishermen caught at the confluence of three potent storms off the Canadian coast, warned that a triad of similar factors threatened to sink Chrysler in the coming decade.” Finkelstein (2002:2)

³⁶ 100 biliões de dólares na terminologia anglo-saxónica

³⁷ “The new company, with 442,000 employees and a market capitalization approaching \$100 billion, (...)” Finkelstein (2002:3)

habituaados a um controlo muito rigoroso e a *Chrysler* com as operações centralizadas e com os gestores habituaados a ter maior liberdade (DePamphilis, 2012). A isto juntava-se a perceção que existia das diferentes marcas, por um lado as alemãs eram consideradas as marcas ricas, por outro, as americanas eram as marcas pobres. Mais ainda, são de notar as diferenças salariais, com os trabalhadores americanos a ganhar até quatro vezes mais do que os funcionários alemães. Estas perceções levaram a declarações públicas ofensivas relativas aos produtos da outra empresa por parte de gestores da *Daimler* e a da *Chrysler*³⁸. Os números são claros: três anos após a *merger of equals* a quota de mercado nos EUA caiu de 23% para 14% e os resultados caíram cerca de 20%. A capitalização bolsista, que em tempos foi de 100 mil milhões de euros³⁹, passou a cifrar-se nos 40 mil milhões^{40 41}.

Não é difícil verificar o paralelismo deste caso real com a obra de Maquiavel, pelo que somos levados a concluir que antes de ocorrer em Detroit, este problema tinha sido detetado já cinco séculos antes por Maquiavel quando alertou para os riscos e custos de tentar conquistar e posteriormente integrar estados com culturas muito diferentes. Desse modo, somos levados a questionar, quantos milhões (ou biliões) de dólares teriam sido poupados se os gestores responsáveis por esta fusão tivessem lido a obra de Maquiavel!

3.2.2 TURNOVER DE PESSOAS

Passando para o impacto que o processo de integração tende a ter nos colaboradores, analisaremos agora a rotação de pessoas, que consiste na saída de colaboradores da empresa adquirida. É aqui relevante referir uma das cinco regras de

³⁸ "'Mercedes [was] universally perceived as the fancy, special brand, while Chrysler, Dodge, Plymouth and Jeep [were] the poorer, blue collar relations"16. This fueled an undercurrent of tension, which was amplified by the fact that American workers earned appreciably more than their German counterparts, sometimes four times as much. The dislike and distrust ran deep, with some Daimler-Benz executives publicly declaring that they "would never drive a Chrysler".' Finkelstein (2002:4)

³⁹ 100 biliões de dólares na terminologia anglo-saxónica

⁴⁰ 40 biliões de dólares na terminologia anglo-saxónica

⁴¹ "In 2001, three years after a "merger of equals" with Daimler-Benz, the outlook is much bleaker. The financial data is sobering: Chrysler Group is on track to hemorrhage \$3 billion this year, its U.S. market share has sunk to 14%, earnings have slid by 20% (...)" Finkelstein (2002:2)

Drucker (1981)⁴², que afirma que a empresa adquirente deve estar preparada para no espaço de um ano substituir os gestores de topo da empresa adquirente, chamando assim a atenção para a forte possibilidade de saída em massa destes colaboradores. Esta regra ganha consistência empírica com a afirmação de Hayes (1979), de que apenas 42% dos colaboradores deste nível hierárquico permanecem após cinco anos da operação⁴³.

O *turnover* de gestores de topo é, como nos diz Hayes (1979) uma prática recorrente, sendo exemplo o caso da empresa TWA, que “para tornar as coisas mais simples, substituiu toda a gestão de topo.”⁴⁴, é no entanto uma prática que divide a comunidade científica quanto à sua eficácia. Para Fama e Jensen (1983), as fusões e aquisições são a materialização da competição pelos direitos de definir a gestão dos recursos da empresa alvo, pelo que quando existe uma vitória clara, devem ser esperados rácios de *turnover* na gestão bastante elevados⁴⁵. Para Cannella e Hambrick (1993) o *turnover* de gestores é mau para a performance da operação, e este impacto aumenta proporcionalmente à antiguidade dos gestores dispensados⁴⁶, conclusões estas que são reforçadas por Krishnan, Alex Miller e William Q. Judge (1997), que vão mais longe ao afirmar que o que impacta positivamente na performance é a colaboração das duas equipas de gestão⁴⁷.

Para Maquiavel, este também foi um tema de elevada importância e por isso abordou-o na sua obra-prima, defendendo uma posição radical ao afirmar que “Para os possuir, basta, seguramente, extinguir a linha dinástica que os governava” Maquiavel (2010:46). Assim, Maquiavel antecipou vários séculos uma tomada de posição sobre

⁴² “One of Drucker’s (1981) widely cited five rules for successful acquisitions is that the acquiring parent company must be able to supply top management for the target company within 1 year.” Walsh (1988:174)

⁴³ “Hayes (1979) reported that only 42 percent of top management stayed with the merged entity for 5 years after the merger.” Hayes (1979) *cit in* Walsh (1988:174)

⁴⁴ “At TWA – to make it simple, we basically replaced all the top management. That’s one of the steps we took in the first few months.” Walsh (1988:173)

⁴⁵ “Third, mergers and acquisitions have been argued to reflect a market for corporate control, wherein companies compete for the right to determine the management of a target company’s resources (Fama and Jensen, 1983). If such competition produces clear winners and losers, we would again expect to see higher than normal top management turnover rates (...)” Fama e Jensen (1983) e Walsh *cit in* Walsh (1983:174)

⁴⁶ “As Cannella and Hambrick’s (1993) study reveals, turnover among the acquired firm’s managers can have a negative impact on postacquisition performance. (...) TMT turnover and postacquisition performance have an inverse relationship. Hypothesis 3: The lower the turnover among the acquired firm top management team, the better the postacquisition performance.” Krishnan *et. al* (1997:365)

⁴⁷ “(...) complementarity has a direct impact on performance.” Krishnan *et al.* (1997:371)

esta matéria e defendeu claramente as ideias que Fama e Jensen (1983) vieram a defender para as empresas que finalizam com sucesso uma conquista, leia-se aquisição.

3.2.3 AS EQUIPAS DE INTEGRAÇÃO

Para que o processo de integração tenha os melhores resultados, é sugerida, em diversos livros de gestão⁴⁸, a utilização de equipas próprias para liderar esse processo tal como Maquiavel já tinha feito ao sugerir a criação de colónias nos países conquistados.

Na opinião de Shrivastava (1986) a “gestão do processo de integração inclui a transferência de pessoal da empresa adquirente para a empresa adquirida de modo a assegurar o controlo da empresa. (...) Apesar de essa transferência por si só não garantir o sucesso na integração (...)”⁴⁹.

Maquiavel aconselhava a criação de colónias nos países conquistados, ao afirmar no capítulo III: “Outra das melhores medidas é enviar colonos para um ou dois locais, de modo a funcionarem como grilhões da nova situação (...). Com as colónias não se gasta muito e com pouca ou nenhuma despesa se garante a autoridade e a sua conservação.” (Maquiavel 2010:47).

Regressando aos casos reais, é possível validar o que nos é dito por Maquiavel com o caso da *Cisco*, que durante a segunda metade dos anos 90 efetuou 69 aquisições, enquanto aumentava exponencialmente os seus ganhos (Eslao, 2009)⁵⁰. A estratégia de aquisições passava por adquirir empresas cuja integração fosse relativamente fácil, que dominavam tecnologias que encaixavam bem com os produtos do portefólio da *Cisco*. O sucesso destas aquisições via-se nos resultados alcançados em 1999, ano em que levou a cabo dez aquisições e aumentou os seus proveitos operacionais em 55% e as

⁴⁸ Entre outros, Sudarsanam refere o recurso a equipas de integração dando como o exemplo o caso da fusão amigável entre a *Glaxo* e a *Smith Kline Beecham* em 2000. (Sudarsanam, 2003:722)

⁴⁹ “(...) managerial integration involves the transfer of some top personnel from the acquiring company to the acquired company to ensure control of the acquired business. (...) The transfer of key managers alone does not ensure complete managerial integration for strategic decision making in the acquired business.” Shrivastava (1986:70-71)

⁵⁰ “(...) the busiest period of M&A activity for Cisco with the purchase of 69 companies (*Cisco Systems Corporate Timeline*, 2008, p. 7-19).” Eslao (2009:8)

vendas em 44% (DePamphilis, 2012). Um dos fatores que contribuíram para o sucesso da estratégia da Cisco foi o facto de assim que o negócio era anunciado, a equipa de integração criada especialmente para esse efeito assumia as suas responsabilidades no processo de integração (Eslao, 2009)⁵¹. Mais uma vez, é óbvia a relação entre esta estratégia que levou ao sucesso de dezenas de aquisições, é a mesma que foi aconselhada por Maquiavel ao sugerir a criação de colónias nas nações conquistadas, cinco séculos antes.

Birkinshaw, Henrilk Bresman e Lars Häkanson (2000) estudaram o exemplo dos colaboradores da empresa *Sharples* quando foi adquirida pela *Alfa Laval*.⁵² Também neste caso particular foi enviado um grupo de colaboradores para a empresa adquirida, de modo a estarem próximos e a acompanharem o processo de integração. O mesmo estudo analisa o que foi feito pela ABB na aquisição da empresa *Combustion Engineering of the USA*, ao enviar uma *task-force* de seis pessoas para os Estados Unidos, onde se localizava a sede da empresa adquirida, de modo a aproximar as duas empresas e facilitar a sua integração. Este estudo foi efetuado através de questionários a uma amostra de colaboradores e de entrevistas a figuras chave das várias empresas, ministrados no início do processo de integração e passados quatro anos. Os resultados destes dois processos de integração foram idênticos relativamente ao sentimento dos colaboradores da empresa adquirida, que no final do processo se sentiam mais respeitados e valorizavam mais o impacto que a aquisição teve na sua posição dentro da empresa⁵³.

Ainda dentro do tópico da rotação de pessoas, será importante referir que nestes dois casos em análise, a retenção se situou entre os 95% e os 100% e que a saída voluntária foi baixa. Os autores do estudo tentam explicar este fenómeno com a

⁵¹ “Once the deal is announced, the integration division immediately takes over responsibility of the integration.” Eslao (2009:30)

⁵² Os dados completos deste estudo podem ser encontrados em: Birkinshaw, Bresman e Häkanson (2000). Managing the post-acquisition integration process: How the human integration and task integration processes interact to foster value creation, in *Journal of Management Studies* 37:3

⁵³ Os autores chamam, no entanto, a atenção para o facto de estes terem sido processos demorados e que no caso da *Alfa Laval* tiveram resultados não tão positivos devido à sua premissa de partida, uma vez que ao contrário da aquisição feita pela ABB, esta era uma aquisição rejeitada pela empresa adquirida onde os gestores de topo estavam já a preparar um *buyout* antes de ser anunciada esta aquisição. Birkinshaw *et al.* (2000)

existência de uma “zona de indiferença”⁵⁴ em que a insatisfação com a operação não é suficiente para a saída dos colaboradores, sendo aqui possível estabelecer mais um paralelo com a obra de Maquiavel, onde a insatisfação dos cidadãos das nações conquistadas que não é, por si só, suficiente, até um determinado ponto, para se revoltarem contra o seu novo príncipe.

3.2.4 APLICAÇÃO DE PENALIZAÇÕES

Por fim, iremos referir a gestão dos comportamentos desviantes por parte de alguns colaboradores que não se adaptam à nova realidade da empresa, uma vez que este foi também um tema abordado em *O Príncipe*, onde Maquiavel afirma “(...) na conquista de um estado, deve o usurpador fazer uma avaliação geral das ofensas que se torna indispensável levar a cabo e, então, executá-las a todas de uma só vez (...)” (Maquiavel, 2010:81). Na realidade empresarial de hoje, esta atitude é verificável na rápida identificação que as empresas adquirentes fazem dos colaboradores desalinhados com a nova estrutura e que têm potencial para comprometer o sucesso do processo de integração, sendo este fenómeno abordado por Schweiger, John M. Ivancevich e Frank R. Power (1987) quando afirmam que a forma como a empresa age perante uns colaboradores influencia a atitude dos outros no futuro⁵⁵.

Feita uma análise profunda a várias áreas do processo de integração pós-aquisição, resta-nos, de seguida proceder à conclusão deste tema.

3.2.5 SÍNTESE

Neste capítulo, foi-nos permitido perceber que a integração entre duas empresas, após um processo de fusão, que é um dos temas mais importantes e mais estudado ao nível das fusões e aquisições e ao nível da gestão de recursos humanos, foi também uma razão de preocupação para Nicolau Maquiavel, ao analisar a integração entre duas

⁵⁴ “Second, there appears to be a ‘zone of indifference’ that prevents higher levels of employee turnover even in the event of an unwanted takeover.” Birkinshaw *et al.* (2000:417)

⁵⁵ “As we previously mentioned, how people were let go had a significant impact on those who stayed.” Ivancevich *et al.* (1987:135)

nações após a sua conquista. Maquiavel conferiu também a este tema uma importância decisiva destacando-o na sua obra, *O Príncipe*, ao abordá-lo nos primeiros capítulos do livro.

Feita uma análise do que foi dito pelo filósofo e do que é hoje dito ao nível académico sobre este tema, concluímos, claramente, que Maquiavel previa e incentivava, há quinhentos anos atrás, a criação de colónias para facilitar a integração, sugeria a substituição de todos os nobres que mandassem, anteriormente, na nação conquistada, alertava para a importância das diferenças culturais e para os problemas que daí podiam advir, bem como aconselhava uma atuação dura e rápida perante aqueles que se opusessem ao novo governo. Da mesma forma que as teorias académicas de hoje são, na sua maioria, favoráveis à criação de equipas dedicadas ao processo de integração que se desloquem para a empresa adquirida a partir do momento em que a operação se concretiza. Existe também uma grande discussão académica sobre a substituição, ou não, de todos os gestores de topo. As diferenças culturais são uma das principais razões para a falha de operações de fusão ou aquisição e o dever de atuar rapidamente perante colaboradores que se demonstrem contra o processo de fusão numa empresa que se junta com outra é uma opinião unânime.

Em suma, as teorias da gestão nesta área estão plenamente de acordo com aquilo que Maquiavel aconselhou séculos antes para a ciência política e integração de nações.

E se mais fosse preciso, podemos verificar a relevância destas teorias na fusão entre a *Daimler* e a *Chrysler*, onde o insucesso, que foi reconhecido pelos mentores da operação, adveio de graves diferenças culturais que nunca permitiram uma verdadeira integração das empresas, e no caso da *Cisco*, que cresceu baseada em aquisições que se revelaram um sucesso ao nível da integração, área em que a *Cisco* seguiu uma estratégia de atuação que consistia na criação de uma equipa específica que se deslocava às empresas adquiridas, por forma a facilitar a sua integração. No primeiro caso, Maquiavel alertou para esse risco que afeta drasticamente qualquer processo de integração, e o facto de não ter sido levado em conta, teve consequências desastrosas.

No segundo caso, a estratégia da *Cisco* é semelhante à estratégia de colónias que ensinam os costumes do país vencedor aos habitantes do país vencido, aconselhada por Maquiavel como forma de facilitar a integração.

Em ambos os casos, é bastante claro que a visão de Nicolau Maquiavel sobre aquisições e fusões estava correta... quinhentos anos antes.

3.3 *STAKEHOLDERS* NAS OPERAÇÕES DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

Para Maquiavel, um príncipe só poderá manter um estado com boas leis e boas armas, o que numa vertente empresarial se poderá traduzir num código deontológico bem definido e numa estrutura hierárquica rígida e forte. Estas armas são também essenciais na conquista das nações/empresas e, segundo Maquiavel, podem ser de dois tipos: próprias ou mercenárias⁵⁶.

Neste ponto, é importante estabelecer o paralelo que irá guiar este terceiro capítulo, o das tropas mercenárias, ou *condottieri*, que mais não são do que um grupo específico de *stakeholders* que existe em quase todas as aquisições, os agentes externos que são contratados pelas empresas e dos quais são exemplos os consultores e os bancos de investimento. Estas realidades são bastante comparáveis, pois apesar dos séculos que os separam e da diferença de formato e de organização que os distingue, também estes prestam os seus serviços apenas a troco de dinheiro e não fazem distinção entre os seus clientes, pois servem a várias empresas, dependendo, a sua posição, apenas da “guerra” que se está a travar.

Passemos, então, a analisar em pormenor o que une e separa estas duas realidades, qual a opinião de Nicolau Maquiavel sobre este tipo de agentes e o que nos dizem os estudos atuais sobre o seu papel, nos dias e hoje, num processo de fusão ou aquisição.

3.3.1 AS TROPAS MERCENÁRIAS

Na Itália do século XVI, as tropas mercenárias desempenhavam um papel muito importante nas guerras que então se disputavam. As suas estratégias visavam minimizar as perdas humanas e transformar a guerra num jogo de manobras em vez da batalha sangüinária habitual. Outro fator digno de nota no que diz respeito às tropas

⁵⁶ “Os principais alicerces de um estado – sejam novos, velhos, ou mistos – são as boas leis e as boas armas. (...) Digo, por conseguinte, que as armas com que um príncipe defende o seu estado podem ser próprias ou mercenárias (...).” Maquiavel (2010:95)

mercenárias é o facto do seu elevado número ser suficiente para desequilibrar o percurso de uma guerra entre dois estados:

The incessant warfare of the 15th Century Italian city-states has, ever since Machiavelli, been characterised as a kind of mock-warfare, conducted by professional mercenary contractors or 'condottieri', whose interest was only in minimising losses of expensive troops and spinning out profitable conflicts, by reducing war to a sort of bloodless chess of manoeuvre and counter-manoevre; a humane proceeding which for some reason always arouses a positively moral indignation in the critic. The Italians, by relying on the mercenaries, had lost their ancient military virtues; the mercenaries failed to stand the shock of 'real' war imported into Italy by the French in 1494, and the peninsula became a helpless battlefield, fought over for half a century and finally subjugated by foreigners. Gush (1983)

Feito o paralelo entre as tropas mercenárias e os agentes externos, como os bancos de investimento, é importante então definir o papel destes últimos nas operações de fusões e aquisições.

3.3.2 Os AGENTES EXTERNOS

Vários foram os autores que analisaram o papel deste tipo de intervenientes, em operações de fusões e aquisições, tendo dado especial destaque aos bancos de investimento, devido ao seu peso neste subsector de intervenientes. Exemplo disso são Eccles e Crane (1988) e Haunschild (1994) que afirmam que o papel dos bancos de investimento numa fusão ou aquisição é, de forma sintética, aconselhar a empresa adquirente sobre o preço e a forma de financiamento mais adequados e apoiar a negociação da operação⁵⁷.

⁵⁷ “Banks advise acquiring firms on the pricing, financing, and negotiating of acquisitions (Eccles and Crane, 1988; Haunschild, 1994).” Eccles e Crane (1994) *cit in* Hayward (2003:785)

Deste modo, a existência de outros *stakeholders* para além da empresa adquirida e adquirente é justificada por três motivos: primeiro, pela falta de recursos por parte destas empresas para completar as tarefas que esses *stakeholders* desempenham, maioritariamente tarefas de consultoria e de avaliação; depois para passar uma mensagem de preparação e cuidado para o exterior (Meyer, 1994 e Pfeffer, 1981)⁵⁸ e finalmente a necessidade de aconselhamento que as empresas sentem para obter melhores resultados na operação (Eccles e Crane, 1988 e Maister, 1993)⁵⁹.

Optando pelo apoio de um banco de investimento, há várias variáveis que influenciam a sua escolha. Servaes e Zenner (1996) estudaram-nas, tendo identificado três. Primeiro, os custos de transação, uma vez que este *stakeholder* tem acesso a informação mais barata e beneficia de economias de especialização, o que é comprovado empiricamente por um maior recurso a bancos de investimento em operações maiores, hostis ou mais complexas⁶⁰. Segundo, a existência de informação assimétrica⁶¹. Finalmente, os custos de contratação, uma vez que a escolha do banco de investimento é também um sinal enviado ao mercado quanto à qualidade da empresa⁶². É de notar que estas duas últimas variáveis não têm a força empírica da primeira.

Bowers e Miller (1990) chegam mesmo a afirmar que, em alguns casos, os bancos de investimento são os principais arquitetos da operação⁶³. Referem também que em algumas situações são os próprios bancos a oferecer os seus serviços às empresas,

⁵⁸ “(...) professional firm engagements take on three main forms. First, clients often outsource work because they lack the resources or interest to complete it themselves. Second, clients may want to use professional firms as ‘rubber stamps’ to convey to public audiences that they have acted as careful fiduciaries.” Meyer (1994) e Pfeffer (1981) *cit in* Hayward (2003:784)

⁵⁹ “(...) a third, mid-range scenario in which clients do not outsource work to professional firms, but elicit professional advice to extract better performance from material decisions.” Eccles e Crane (1988) e Maister (1993) *cit in* Hayward (2003:784)

⁶⁰ “(...) transaction costs are the main reason for the existence of financial intermediaries. They identify three reasons why financial intermediaries have a comparative advantage in producing financial commodities: (1) economies of specialization, (2) scale economies in information acquisition, and (3) reduction in search costs. (...) These factors increase the complexity of the acquisition, and as a result they may increase the need for investment bank advice.” Servaes e Zenner (1996:790-791)

⁶¹ “We expect the need for investment banks advice to be greater when the information asymmetry between the acquirer and the target is larger.” Servaes e Zenner (1996:791)

⁶² “(...) firms use underwriting services to issue new securities, because investment banks monitor the firm and provide a signal of firm quality to investors. (...) The value of the investment bank’s reputation capital depends on the quality of their advice.” Servaes e Zenner (1996:790-792)

⁶³ “Investment bankers are taking a more aggressive role in the market for acquisitions, often emerging as the principle architects of business combinations.” Bowers e Miller (1990:34)

propondo alvos potenciais⁶⁴. Para além disso, estes autores concluem que a escolha de um banco de investimento de topo por parte da empresa adquirida está ligada à escolha de um banco de investimento de topo por parte do adquirente⁶⁵. Aqui encontramos um claro paralelo com o que acontece na guerra, em que o número de soldados (e mercenários) de um lado é condicionado pelo número de soldados (e mercenários) do outro, sob pena de o resultado da mesma estar definido ainda antes de começar.

No entanto, tal como afirmamos no início deste ponto, os bancos de investimento são apenas um dos tipos de *stakeholders* em que as empresas se podem apoiar aquando de uma aquisição. Kosnik e Shapiro (1997) dão exemplos de outros *stakeholders* que influenciam as decisões das empresas e que por isso geram problemas de agência: os agentes imobiliários, os escritórios de advogados e os sindicatos⁶⁶.

À semelhança do que acontece no século XV em Itália, em que a dimensão crescente das guerras obrigou os estados a recorrerem a tropas mercenárias por não se sentirem capazes de as fazer com os seus próprios meios, também a crescente dimensão das operações de fusões e aquisições está na origem do aumento da dependência destas operações em relação a *stakeholders* externos.

Para tornar claro o contributo dos bancos de investimento para as operações de fusões e aquisições, Bodnaruk, Massimo Massa e Andrei Simonov (2009) detalham as suas tarefas: aconselhar adquirentes e adquiridos, avaliar os ativos das empresas alvo e fornecer apoio técnico e apoio estratégico durante o processo. Mais ainda, explicam as vantagens que têm para aqueles que os contratam: facilitam o fecho do negócio, reduzem os custos de transação, fornecem informação importante sobre a empresas alvo ou sobre as intenções do adquirente e apoiam na definição dos termos do acordo⁶⁷.

⁶⁴ “(...) investment bankers more often are taking the initiative by approaching a potential bidder or target with an acquisition conceived by the investment bank.” Bowers e Miller (1990:35)

⁶⁵ “(...) the choice of banker by the target could be influenced by the choice of banker by the bidder. (...) target firms are more likely to employ first-tier bankers in acquisitions where the bidders chose first-tier bankers.” Bowers e Miller (1990:42)

⁶⁶ “Investment banks are not the only intermediaries whose motives cause concern among their clients. Real estate agents, attorneys, and union representatives are but a few other examples of agents who are hired to formally represent their clients’ interests (...).” Kosnik e Shapiro (1997:8)

⁶⁷ “Investment banks play an important role in the market for corporate control. They advise the bidder and the target, evaluating the assets of the target firm and providing technical and tactical assistance throughout the takeover process. By effectively facilitating the deals and reducing the transaction costs, they can enhance external corporate governance. (...) advisory banks are also privy to important

Feito o paralelo entre as duas realidades, ficou claro que as tropas mercenárias e alguns intervenientes nas fusões e aquisições, tais como as consultoras ou os bancos de investimento, têm como missão facilitar o término da guerra/fusão ou aquisição e aumentar a probabilidade de um desfecho de sucesso nas operações.

Um exemplo real que nos mostra o peso destes agentes é o da fusão da *AOL* com a *Time Warner*, onde apesar da operação ser amigável e da negociação ter sido levada a cabo pelos dois *CEOs*, a equipa de bancos de investimento a assessorar a operação era enorme e tinha um grande objetivo, o de comprometer estes bancos com a operação e, conseqüentemente, controlar as opiniões emitidas (Sudarsanam, 2003)⁶⁸. Este tipo de situações acontecia também com as tropas mercenárias que, devido à sua influência, chegavam a evitar guerras e por isso eram por vezes contratadas apenas para poder garantir que não estariam do lado da nação adversária. Tinham também a capacidade de incitar o início de novas guerras apenas para que as nações sentissem a sua necessidade e assim as contratassem em troca do soldo.

3.3.3 O PROBLEMA DE AGÊNCIA

Passando agora a fazer o paralelismo com o que nos diz o filósofo italiano, será importante referir que Maquiavel considera que as armas mercenárias “são inúteis e perigosas (...) porque lhes falta a coesão, são ambiciosas, pouco disciplinadas e desleais.” Maquiavel (2010:95). O facto de não terem outra motivação se não “a solda que lhes pagam” (Maquiavel, 2010:96), torna o príncipe que se serve delas fraco e dependente.

Paralelizando com o mundo empresarial atual, estamos claramente a falar de um problema de agência entre as tropas mercenárias e as nações que as contratam. Continuando o paralelo que estabelecemos entre estas tropas e os agentes externos que

information about target characteristics, bidder intentions, and terms of the deal.” Bodnaruk *et al.* (2009:4989)

⁶⁸ “During the negotiation of the merger of America Online (AOL) and Time Warner, both companies were assembling a larger advisory team of investment banks, although the negotiation itself was being carried out by the two CEOs” Sudarsanam (2003:608)

influenciam as fusões e aquisições, é importante ler o que escreveram Servaes e Zenner (1996), quando chamaram a atenção para a existência de um problema de agência entre os bancos de investimentos e o adquirente, uma vez que os primeiros, à semelhança do que acontecia com as tropas mercenárias, se movem apenas pelas comissões que recebem e, na maioria das vezes, estas comissões estão indexadas à conclusão da operação, sem penalização pelo aumento do preço a que o acordo é concretizado. Para além deste problema, os autores também identificam a fuga de informação como uma potencial fonte de problemas de agência⁶⁹.

Este problema de fuga de informação acontece devido ao facto de bancos de investimento, consultoras e outros *stakeholders* estarem dos vários lados das guerras, conforme as batalhas que estão a ser disputadas.

Um exemplo deste problema é o que ocorreu com o banco *Goldman Sachs* ao assessorar a compra da *Mannesmann* por parte da *Vodafone*, quando meses antes tinha assessorado o acionista principal da *Orange* aquando da compra desta empresa por parte da *Mannesmann* (Sudasarnam, 2003:608). Neste caso, a *Mannesmann* recorreu à justiça, apresentando uma queixa contra o banco *Goldman Sachs* para tentar evitar que esta empresa fornecesse os seus serviços à *Vodafone*. No entanto, esta ação não teve sucesso e a empresa alvo não conseguiu provar que o banco em causa iria usar a informação privilegiada a que tinha tido acesso (Band, 2006)⁷⁰.

A juntar ao problema de agência e à fuga de informação, vários autores identificam também o forte poder de influência que estes agentes têm, como sendo um problema.

Hayward (2003) afirma que “os bancos têm razões e oportunidades para aproveitarem o trabalho que estão a desenvolver numa empresa para indiciarem os

⁶⁹ “It is possible that investment banks are purely motivated by fee income; in many cases [see McLaughlin (1990)], the investment banking fee contracts do not penalize the acquiror’s investment bank when the acquisition price is increased. (...) Another potential problem that firms face when investment banks are involved in the acquisition process is the increased possibility of prebid information leakage.” Servaes e Zenner (1996:794-795)

⁷⁰ “In the Mannesmann case, Mannesmann objected to the fact that Vodafone, which was about to make a hostile takeover for it, had engaged the services of Goldman Sachs, and sought to prevent Vodafone from having the benefit of Goldman Sachs’ services. It failed in this attempt. It did not establish that Goldman Sachs had any information which was confidential to Mannesmann, for whom Goldman Sachs had previously undertaken some work, and which was consequently at risk of being misused.” Band (2006:686)

clientes a recorrerem a novas aquisições.”⁷¹. Isto leva estes agentes externos a enfrentar um grande dilema: se forem transparentes, os seus clientes poderão concluir que são redundantes, mas se optarem por opções mais complexas que sejam mais vantajosas para eles, estarão a expor os seus clientes aos riscos dessa complexidade.

Confirmando esta opinião, Kosnik e Shapiro (1997) afirmam que, desde 1982, os bancos de investimento desenvolveram uma capacidade sem precedentes de controlar as operações de fusões e aquisições. Estes autores referem a solução teórica para a resolução do problema de agência que existe em operações de fusão e aquisição: o desenho de contratos ótimos.

3.3.4 A QUALIDADE DOS AGENTES EXTERNOS

Outra situação a considerar é a qualidade desses agentes externos. É verdade que estes agentes poderão ter qualidade ou não, sendo que se forem bons, “procurarão o seu próprio engrandecimento” (Maquiavel, 2010:96), por outro lado, se forem maus, “arruína-vos pela sua própria inépcia” Maquiavel (2010:96)⁷², pelo que de qualquer modo os problemas tendem a persistir.

Neste sentido, Kosnik e Shapiro (1997) referem também que houve um crescendo de ceticismo face a estes *stakeholders*. Este ceticismo tem claramente origem nos falhanços sucessivos e nos enormes lucros que os bancos de investimento vão obtendo com o seu serviço de consultoria. Estes falhanços são maioritariamente causados por aconselhamento deficiente, quer no nível de endividamento exagerado que muitas empresas assumem, quer pelas projeções otimistas que são apresentadas pelos consultores, que o fazem com o intuito de incentivar o fecho do negócio para, consequentemente, receberem a sua comissão. Estamos aqui, claramente, com uma situação em tudo semelhante à de Maquiavel: *stakeholders* bons vão exagerar para

⁷¹ “Whatever the nature of the influence, banks have reason and opportunity to use existing work to lead existing clients to stock-financed acquisitions.” Hayward (2003:786)

⁷² “Os capitães mercenários ou são combatentes excelentes ou não. Se são, não podeis fiar-vos neles, porque sempre procurarão o seu próprio engrandecimento, quer oprimindo a vós próprio, quer oprimindo outros, sem para tanto ter instruções vossas. Todavia, se o capitão não é virtuoso, arruína-vos pela sua própria inépcia.” Maquiavel (2000:96)

atingir e receber as suas elevadas comissões, absorvendo grande parte do valor criado pela operação, e *stakeholders* maus vão falhar, embora não de forma propositada, estas projeções e prestar, portanto, uma consultoria deficiente.

Este paralelismo é também validado por Hunter e Jagtiani (2002), quando, apresentam evidência empírica de que “consultores ou bancos de investimento de topo têm uma maior probabilidade de fechar negócios e demoram também menos tempo a fazê-lo.”⁷³. No entanto, à semelhança do que é dito por Maquiavel, apesar de os melhores serem mais eficazes, procuram também o seu próprio engrandecimento e, por isso, este estudo comprova que “os ganhos resultantes das sinergias absorvidos pela empresa adquirente diminuem quando são utilizados consultores de topo”⁷⁴.

3.3.5 O PAPEL DETERMINANTE DAS COMISSÕES

Por fim, é importante referir as conclusões relacionadas com a principal, ou única, motivação dos consultores das operações: as comissões. Concluem os autores que todas as comissões relacionadas com os serviços prestados ao longo do processo têm uma correlação negativa com o tempo de duração do negócio, mas que a comissão paga pela concretização da operação está positivamente relacionada com essa mesma duração, o que nos permite verificar empiricamente o problema de agência que foi já referido e que vai ao encontro da opinião de Maquiavel sobre as tropas mercenárias e a sua única orientação para o soldo que lhes era pago.

Stouraitis (2002) faz uma análise empírica com 600 empresas que é clarificadora quanto ao tipo de comportamento diferenciado dos bancos de investimentos e das empresas de consultoria, ao concluírem que em *management buyouts*⁷⁵ em que o banco de investimento que apoia a operação se responsabiliza pelo seu financiamento, “o

⁷³ “We find that top-tier advisors are more likely to complete deals and to complete them in less time than lower tier advisors.” Hunter e Jagtiani (2002:65)

⁷⁴ “However, the synergistic gains realized by the acquirers declined when top advisors were used.” Hunter e Jagtiani (2003:65)

⁷⁵ i.e. operações em que a equipa de gestão tenta adquirir a própria empresa recorrendo a financiamento.

adquirente paga o mais baixo prêmio por ação”⁷⁶ e que nos negócios entre empresas e em que o adquirente recorre aos serviços de um agente externo para o assessorar “ o adquirente paga o maior prêmio por ação”⁷⁷. Destas evidências, os autores concluem que “os consultores financeiros tendem a ajudar a negociar condições favoráveis quando financiam o negócio, ou seja quando têm algo a perder.”⁷⁸.

Se há cinco séculos eram as tropas mercenárias que atuavam com apenas um objetivo, receber o soldo, atualmente é também o recebimento de comissões que orienta a atuação daqueles que apoiam as operações de fusões e aquisições.

Um exemplo prático do que acontece em muitas operações, e que nos vai permitir exemplificar o problema de agência que falamos no ponto 3.3.3 e a importância das comissões que estamos a desenvolver no ponto atual, é o caso dos incentivos atribuídos aos bancos de investimento, *Goldman Sachs* e *Salomon Smith Barney*, na fusão entre a *Hewlett-Packard* e a *Compaq*. No caso do banco que assessorava a *HP*, a comissão era composta por duas componentes, uma de execução do acordo e outra de concretização da operação. Já no caso do assessor da *Compaq*, a sua comissão dependia da concretização da operação e a maior fatia era uma percentagem do valor da operação. Assim, quando o banco de investimento que se encontrava do lado da *Compaq* tentou maximizar o valor do prêmio pago pela *Hewlett Packard* na troca de ações, o banco de investimento desta empresa não tentou minimizar esse mesmo valor, o que seria do maior interesse da empresa que o contratou, uma vez que o que mais interessava ao banco era a concretização da operação e não o seu valor (Sudarsanam, 2003)⁷⁹.

Para além das consequências supra mencionadas, para Maquiavel, as conquistas conseguidas por estas tropas mercenárias são “ronceiras, morosas e frágeis” e resultam

⁷⁶ “The empirical results indicate that in unit MBOs, the acquiring management teams pay the lowest premiums when they use investment banks who finance the transaction.” Stouraitis (2003:1933)

⁷⁷ “(...) acquirers who employ financial advisors pay the largest premiums.” Stouraitis (2003:1933)

⁷⁸ “(...) investment banks that advise acquirers of assets negotiate favourable terms when they invest their own Money in the deal, but lead their clients to overpay when they do not have financial incentives.” Stouraitis (2003:1917)

⁷⁹ “HP retained Goldman Sachs (GS) as its financial adviser, and C hired Salomon Smith Barney (SSB) as its adviser. Both banks had had previous engagements with both companies. GS had been a manager of HP’s debt issues in 2000 and 2001. Each adviser also provided a fairness opinion (FO) to its client. (...) In terms of incentives, SSB had a greater incentive to complete the deal, but also at as high a price as possible. GS’s fee was unrelated to the eventual deal value. It had no incentive to help HP minimize the acquisition price. The SSB contract provided an incentive to maximize the value of the deal to C.” Sudarsanam (2003:612)

em “perdas súbitas e extraordinárias.” (Maquiavel, 2010:99), sendo aqui clara a menção ao facto de estas tropas tenderem a prolongar as guerras de modo a garantir os seus soldos. Chegando à mesma conclusão, Servaes e Zenner (1996) afirmam que os retornos anormais dos acionistas da empresa adquirente são mais pequenos quando as empresas recorrem a bancos de investimento⁸⁰. Como os consultores e os bancos de investimento são recompensados pelo fecho da operação e não pelo seu sucesso de longo prazo, como referem Kosnik e Shapiro (1997), as conquistas são, citando Maquiavel, frágeis.

3.3.6 A LIDERANÇA INTERNA DO PROCESSO

Finalmente, para além do que já foi dito sobre os problemas de agência e de fuga de informação é relevante referir, relacionado com este tema, a forma como deve ser liderado o processo de aquisição/conquista.

Bowers e Miller (1990) comprovam empiricamente que apesar das operações sugeridas e montadas por bancos de investimento de topo se traduzirem em sinergias comparativamente maiores para os acionistas das empresas envolvidas, estas operações são aquelas em que mais capital é despendido pelo adquirente, o que pode sinalizar o facto da maior parte dos ganhos reverterem para os acionistas das empresas adquiridas⁸¹, pelo que não haverá muitas vantagens para os acionistas das empresa adquirentes em entregar a liderança destas operações aos bancos de investimento. Para que a redução dos problemas de agência seja uma realidade, Kosnik e Shapiro (1997) sugerem, entre outras soluções, uma que está perfeitamente ao alcance das organizações para minimizar o problema de agência entre estas e os seus consultores e bancos de

⁸⁰ “We also document that acquiring firm abnormal results are lower when investment banks are used, but this result is caused by the sample of acquisitions of units.” Servaes e Zenner (1996:789)

⁸¹ “There is some supporting evidence for the hypothesis that first-tier investment bankers have expertise in choosing acquisition partners that result in greater synergistic benefits as reflected in shareholder wealth. (...) However, in light of evidence that prestigious bankers tend to be involved in acquisition which produce the most wealth, this evidence can be interpreted as indicating that target firms’ shareholders receive most of the wealth created by acquisitions.” Bowers e Miller (1990:39-40)

investimento, que é a internalização destes serviços, formando pessoal interno para fazer parte do trabalho que é *outsourced*⁸².

Estas conclusões confirmam o que já Maquiavel (2010:96-97) defendia, há cinco séculos atrás, na sua obra, ou seja que o príncipe deve assumir, em pessoa, o comando do seu exército (...) e/ou deve entregar o comando a cidadãos seus, reduzindo assim a dependência face a terceiros.

3.3.7 SÍNTESE

O paralelo entre tropas mercenárias e agentes externos que apoiam as operações de fusões e aquisições, tais como bancos de investimento, consultoras, escritórios de advogados, entre outros, tornou-se neste subcapítulo claro. Se ambos trabalham tendo como único objetivo o soldo, também não é menos verdade que a sua fidelidade a um qualquer outro agente económico mais não é do que uma ilusão.

Se Maquiavel alertava para o facto de estas tropas serem um mau apoio, quer fossem competentes ou não, a realidade empresarial e os seus estudos mostraram-nos que consultores externos competentes cobram valores tão elevados que fazem com que a operação não os compense, e que consultores menos competentes façam más avaliações e prestem uma assessoria de má qualidade, que se traduz em perdas no valor da operação.

O filósofo italiano também não tem dúvidas que as tropas mercenárias agiam de forma a maximizar o seu soldo (Maquiavel, 2010:96), o que também é mencionado por vários estudos face a bancos de investimento e consultoras, que tendem a demorar mais tempo na sua assessoria, exceto quando o seu prémio depende apenas da conclusão da operação. Também o preço pago pelo adquirente tende a ser sobrevalorizado, devido à ânsia que os agentes externos tendem a ter para concretizar a operação.

⁸² “The first remedy focuses on reducing the information asymmetry between investment firms and corporate clients: corporations would better control the performance of investment banks if they reduced their dependence on the expertise and experience of investment banks, for instance by developing in-house expertise, information networks, or consortia.” Kosnik e Shapiro (1997:17)

Por fim, será importante referir que uma das soluções apresentada em alguns estudos, a internalização das competências e das tarefas atribuídas aos agentes externos, foi também, há cinco séculos, dada por Maquiavel quando afirmou que “O Príncipe deve assumir, em pessoa, o comando do seu exército.” e “deve entregar o comando a cidadãos seus.” Maquiavel (2010: 96-97).

Em síntese, e recorrendo aos exemplos que analisamos ao longo deste tema, podemos concluir que Maquiavel, com as suas teorias políticas do século XV, previu as situações que iriam surgir séculos depois em casos como o da fusão entre a *Hewlett-Packard* e a *Compaq*, com os agentes externos a terem comportamentos desviantes devido às comissões que recebiam, ou em casos como o da *Vodafone* e *Mannesmann*, onde as “tropas mercenárias” jogaram em terrenos diferentes, conforme a batalha que se disputava.

3.4 MANAGEMENT BUYOUTS, ALIANÇAS E WHITE-KNIGHTS

No seu clássico do pensamento estratégico, *O Príncipe*, Maquiavel afirma que a conquista de outros estados pode ser feita de várias formas: “Com próprias armas e virtuosamente” (Maquiavel, 2010:61-65); com “as armas e a fortuna alheias” (Maquiavel, 2010:67-75); recorrendo à “perfidia” (Maquiavel, 2010:77-82); sendo um cidadão normal, com o apoio dos seus pares (Maquiavel, 2010:83-86) ou recorrendo a aliados externos (Maquiavel, 2010:103-107).

Neste capítulo, vamos debruçar-nos sobre duas destas situações: uma será a do caso em que um cidadão normal sobe ao poder do seu estado, e outra a da utilização de aliados externos para vencer uma batalha, seja esta uma conquista ou uma defesa. Sobre ambas, Maquiavel tece várias considerações que iremos paralelizar com os estudos existentes na área das fusões e aquisições em dois casos particulares: os *management buyouts*, e a utilização de aliados para a defesa numa tentativa de aquisição hostil.

3.4.1 MANAGEMENT BUYOUTS

Comecemos então com o primeiro caso referido no parágrafo anterior, os *management buyouts*.

No capítulo IX de *O Príncipe*, Maquiavel refere-se aos principados civis, que descreve como sendo aqueles em que “um simples cidadão, não por perfídia ou outras formas de intolerável violência, mas com o apoio dos outros cidadãos, se torna príncipe da sua pátria (...)” (Maquiavel, 2010:83). Estabelecemos aqui um paralelo com os *management buyouts*, que explicaremos de seguida mais detalhadamente mencionando o tipo de operação de que se trata. Este paralelismo é feito através dos conselhos que Maquiavel oferece a um príncipe que começou por ser um elemento do povo. Aplicando aqui a terminologia relativa às fusões e aquisições, estaremos a falar de um novo *CEO* ou presidente da empresa que deu os seus primeiros passos apenas como diretor.

Neste ponto, começaremos então por definir e explicitar o conceito de *Management buyout*, de seguida, analisaremos algumas das conclusões que a literatura nos permite tirar sobre este tema e será, então, altura de as comparar com as opiniões de Maquiavel.

3.4.1.1 A DEFINIÇÃO DE MANAGEMENT BUYOUT

Um *management buyout* ocorre quando um grupo de gestores e/ou executivos de uma empresa aposta na aquisição da mesma aos seus acionistas. De acordo com Weir e Laing (1998)⁸³ “*Management buyouts* resultam de uma mudança de estrutura acionista, onde os antigos gestores da empresa passam a assumir o papel de donos da empresa”. Neste tipo de operações, um dos fatores que gera retornos positivos e incentiva os gestores a entrar num *management buyout* é “a redução dos custos de agência”⁸⁴ entre gestores e acionistas, o que é conseguido pela introdução de mais incentivos para os gestores e pela introdução de estruturas de *governance* mais restritas (Wright, 1994)⁸⁵.

Naturalmente, este processo não se dá sempre da mesma forma tendo em conta as inúmeras variáveis em questão. Assim, “o grau de participação dentro das equipas de gestão varia muito de operação para operação. Em alguns casos, é limitada a um pequeno número de executivos seniores, noutros, gestores de graus mais baixos são encorajados a participar (...)” (Wright *et al.*, 1994)⁸⁶. No entanto, independentemente do número de participantes na operação, esta envolve custos altíssimos que a maioria dos gestores e executivos, mesmo no seu conjunto, não têm capacidade de suportar. Neste sentido, para adquirirem a empresa, os gestores recorrem, na maioria dos casos, a “parceiros institucionais, que vão desde bancos, fundos de *venture capital*, grandes

⁸³ “MBOs result in a change o ownership. The new owners were previously managers in the company with little or no financial stake in the original company.” Weir e Laing (1998:261)

⁸⁴ “(...) presents buy-outs as devices to reduce the agency costs of exercising control over corporate assets.” Wright *et al.* (1994:217)

⁸⁵ “Buy-outs have been analyzed as devices to reduce agency costs by the introduction of greater management incentives and tighter governance structures.” Wright *et al.* (1994:217)

⁸⁶ “Of course, the extent of participation across the managerial team varies substantially between management buyouts. In some cases this is limited to a small number of senior executives. In others, lower tier managers are encouraged to invest.” Wright *et al.* (1994:216)

especialistas de crédito e fundos de investimento fechados” (Wright *et al.*, 1992 *cit in* Wright *et al.*, 1994)⁸⁷.

Em síntese, e usando as palavras de Smith (1989), “Num *Management buyout* um grupo do qual fazem parte alguns gestores seniores compra uma posição na empresa onde trabalham, na sua maioria através de fundos emprestados sob garantia dos ativos e dos *cash-flows* da própria empresa”⁸⁸.

3.4.1.2 O PAPEL DAQUELES QUE APOIAM A CONQUISTA

Numa operação destas, aqueles que a financiam, leia-se os que apoiam a subida ao poder do novo príncipe, têm, mesmo depois de consumada a operação, um papel determinante que iremos agora analisar.

Para Jensen (1991), quanto maior for o endividamento da empresa, maior será a necessidade de apresentar resultados o mais rapidamente possível. Isto acontece não apenas devido à pressão imposta pelos bancos ou por outros financiadores, mas também porque o insucesso é notado mais rapidamente⁸⁹. A conclusão de que o nível de endividamento é inversamente proporcional à probabilidade de falhar justifica-se com o efeito positivo que o aumento de controlo tem na taxa de sucesso das operações de *Management buyout* (Wright *et al.*, 1994)⁹⁰.

Também Weir e Laing (1998) chegaram à conclusão que os *Management buyout* beneficiam os resultados da empresa em questão e afirmam mesmo que “os resultados mostram que a performance das empresas melhora nos anos imediatamente seguintes ao

⁸⁷ “Buy-out markets typically involve a variety of institutional participants, ranging from local clearing banks, through various venture capitalists, to large specialists, to large specialist debt and equity providing closed-end funds.” Wright *et al.* (1992) *cit in* Wright *et al.* (1994:217)

⁸⁸ “In an MBO a group that includes senior management buys the public interest in a firm’s common stock largely with funds borrowed against the firm’s assets and cash flows.” Smith (1989:144)

⁸⁹ “Following Jensen (1991), higher leverage places pressure on managers to perform and may also mean that financial distress is signaled earlier than if an enterprise were funded substantially by equity.” Jensen (1991) *cit in* Wright *et al.* (1996:60)

⁹⁰ “(...) leverage has a non-linear relationship with the likelihood of failure. (...) As buy-outs are typically more highly leveraged than enterprises in general, it may be reasonable to expect the only part of the overall relationship is observed, producing a linear relationship between the degree of leverage and the likelihood of failure. Increased monitoring may be expected to contribute to improved performance, and vice-versa (...)” Wright *et al.* (1996:61)

Management buyout”⁹¹. Uma outra vantagem desta forma de aquisição de uma empresa por parte dos seus colaboradores será o facto de que quando os gestores de uma empresa são maioritários, existe muito menos pressão por parte dos restantes investidores, normalmente bancos ou fundos de investimento (Wright, 1994)⁹².

Esta mesma teoria encontra-se na obra de Maquiavel, quando o filósofo refere o intento dos poderosos quando fazem de um elemento do povo, príncipe. Na sua opinião, isto acontece para que “à sombra da sua protecção, possam saciar os seus apetites.” (Maquiavel, 2010:83). Do mesmo modo, as conclusões supramencionadas não visam afirmar que o papel dos bancos de investimento e fundos de *venture capital* é o papel menos bondoso destes poderosos, mas sim afirmar que será esta mesma sagacidade em recuperar o seu investimento que tornará possível um maior controlo sobre a operação e consequentemente o seu sucesso.

No entanto, não são só os financiadores que desempenham um papel preponderante, uma vez que também é importante referir os trabalhadores das empresas, cujo o apoio é preponderante, quer antes, quer durante o processo de fusão ou aquisição, de modo a evitar dissidências, isto é, saídas de pessoal qualificado que muitas vezes é o garante do sucesso das empresas. Para tal, é necessário envolver o máximo de trabalhadores na nova estrutura acionista da empresa. Este envolvimento, para além de garantir a manutenção de um maior número de trabalhadores, pode também ter outra motivação, como é o caso da partilha do risco. Quando os gestores que tomam a iniciativa preferem tomar menos risco na operação, podem consegui-lo incluindo mais pessoas no negócio. (Wright *et al.*, 1996)⁹³.

No entanto, a saída de trabalhadores após uma operação deste tipo não é comprovada empiricamente, pelo contrário, como nos mostra Kaplan (1989), ao afirmar

⁹¹ “The results show that there is a general improvement in performance in the years immediately after an MBO.” Weir e Laing (1998:268)

⁹² “[The three main reasons for the longevity of the Mansfield buy-out were:] super-majority ownership and control by management and consequently less investor pressure to exit,” Wright *et al.* (1994:224)

⁹³ “Changes in ownership involve the risk of losing key management personnel or the firm-specific skills, knowledge and experience invested in (combinations of) employees which have been accumulated through time and are costly to replace. (...) There are basically two motivations for offering shares to employees. The first is a desire to retain key employees. (...) A second motivation may be to spread risk.” Wright *et al.* (1996:62)

que “o emprego aumenta em 50% das empresas”⁹⁴ do painel de 42 empresas analisadas pelo autor e que “os resultados não suportam a visão de que os ganhos das operações de *buy-out* vêm do despedimento de um elevado número de trabalhadores.”⁹⁵. Ainda sobre a alteração de posição dos trabalhadores dentro da empresa, Wright (1994) refere que o facto de os trabalhadores da empresa adquirida através de um *management buyout* passarem a ser também acionistas, é um sinal positivo para o sucesso da empresa⁹⁶.

Voltando à obra de Maquiavel, é referido o caso em que o príncipe é elevado a tal e apoiado pelo povo, caso este em que, segundo Maquiavel, o príncipe ganha o respeito do seu povo, pelo que “são pouquíssimos ou nenhuns os que não estão prontos a obedecer-lhe.”, mais acrescenta que “um príncipe nunca pode estar descansado perante um povo que lhe é hostil (...)” (Maquiavel, 2010:84). Conhecendo a importância de, enquanto líder, ser não só respeitado mas também aclamado e visto como aliado do povo, este pensador do século XVI faz ainda uma breve referência à forma de satisfazer o povo: “E há muitas maneiras de um príncipe conquistar a simpatia do povo (...)”, não as detalhando “por variarem consoante as circunstâncias.” (Maquiavel, 2010:84).

3.4.2 ALIADOS

Passamos agora ao segundo caso referido no início deste subcapítulo. Analisaremos o recurso por parte de uma empresa ao auxílio de outra, ou seja, o recurso a um aliado. Começemos com a visão do autor de *O Príncipe*.

Maquiavel tem uma opinião muito negativa quanto à estratégia de recorrer a um aliado, chegando a considerar esta uma opção pior do que o recurso a tropas mercenárias quando declara que “(...) conseguem ser muito mais perigosos do que os mercenários.” (Maquiavel, 2010:104).

⁹⁴ “Employment increases in 50% of the companies.” Kaplan (1989:240)

⁹⁵ “These results are not consistent with the notion that large numbers of employees are fired after buyouts.” Kaplan (1989:219)

⁹⁶ “In the short term, the existence of employee shareholdings was clearly perceived as having a positive general effect on motivation towards the success of the company.” Wright *et al.* (1994:224)

Para o filósofo, qualquer que seja o desfecho da guerra, o país que pediu auxílio fica a perder, como refere no capítulo XIII: “(...) perdendo, ficais derrotado; vencendo, dele ficais prisioneiro.” (Maquiavel, 2010:103).

3.4.2.1 Os WHITE KNIGHTS

Esta situação encontra um paralelismo bastante evidente com um tipo de aliado especial, os *white knights*. Segundo Niden (1993), o conceito de *white knights* prende-se com “uma oferta amigável feita a uma empresa que está a ser alvo de outra oferta hostil”⁹⁷. Esta *oferta amigável* é, na maioria das vezes, feita de forma forçada, por motivações desconhecidas por parte da empresa que assume o papel de *white knight*, complementa o mesmo autor. Já Banerjee e Owers (1992) descrevem três características que distinguem os *white knight* dos outros tipos de ofertas: “(i) é uma oferta que sucede a outra, (ii) é uma oferta amigável e (iii) segue-se a uma oferta hostil.”⁹⁸.

Maquiavel, no capítulo XIII da sua obra, refere uma situação que é em tudo semelhante à situação de *white knight* e que define da seguinte forma: “Os exércitos aliados, que são outro tipo de exércitos inúteis, são os que resultam de um pedido de auxílio a outro país para que, com as suas tropas, venham ajudar à vossa defesa.” (Maquiavel, 2010:103). Mais à frente, esclareceremos os motivos que levam Maquiavel a considerar este tipo de ajuda *inútil*.

De acordo com Niden (1993), neste tipo de operações a probabilidade de haver uma oferta sobrevalorizada é maior, pois o *white knight* tem tendência para fazer sempre uma proposta superior às ofertas da empresa com a proposta hostil⁹⁹.

Daqui advém uma consequência clara que é o benefício dos acionistas da empresa adquirida perante os acionistas da empresa adquirente que saem prejudicados,

⁹⁷ “(...) ‘white knight’ i.e., a friendly bidding from a firm actively sought by a target which is resisting acquisition by a hostile bidding firm.” Niden (1993:28)

⁹⁸ “As defined in this study, the white knight bid has the following three characteristics:

- (i) It is a subsequent bid.
- (ii) It is a friendly bid.
- (iii) It follows a hostile bid.” Banerjee e Owers (1992:49)

⁹⁹ “The likelihood of overbidding is increased by the white knight’s position in the sequential bidding process.” Niden (1993:29)

seja ela o *white knight* ou a outra empresa, uma vez que a guerra de ofertas terá sempre como consequência certa, o aumento do preço da oferta. A autora vai mais longe no seu estudo comparando os ganhos e as perdas em aquisições feitas por *white knights* com os das aquisições amigáveis, que não *white knight*, e com aquisições hostis. Perante a sua análise dos dados, conclui que os “*white knights* sofrem perdas superiores às de outras aquisições amigáveis e em alguns casos, excedem as perdas nas empresas que fazem ofertas hostis.” (Niden, 1993)¹⁰⁰. Quanto à análise feita ao impacto nos acionistas da empresa adquirida, conclui-se que quando é “adquirida por um *white knight*, beneficia de ganhos mais elevados do que quando estamos a falar de uma oferta amigável, que não *white knight*, e aproximadamente os mesmos ganhos que teriam numa oferta hostil.” (Niden, 1993)¹⁰¹.

Independentemente do sucesso ou não de uma estratégia de *white knight* é bastante provável que o *CEO* da empresa adquirida fique a perder de qualquer uma das formas. Ora porque passa a ser controlado pela empresa que fez a oferta hostil, ora porque passa a ser controlado pelo *white knight*. É, portanto, muito provável que no primeiro caso perca o seu lugar, tal como observado por Shleifer e Vishny (1986) que concluem que se os gestores falharem na defesa de uma oferta hostil, tendem a perder os seus empregos¹⁰², e no segundo caso, se a oferta hostil não tiver sucesso por intervenção do *white knight*, fique completamente dependente das suas instruções, não só porque passam a ser os novos donos da empresa, mas também porque mantêm a dívida em aberto por lhe terem permitido manter o seu lugar.

Esta situação já era prevista por Maquiavel, pois na sua opinião, “o empenhamento destes exércitos, nestas condições, pode ser útil e proveitoso para eles próprios, mas são, para quem os chama, quase sempre prejudiciais. Porque, perdendo, ficais derrotado; vencendo, dele ficais prisioneiro.” (Maquiavel, 2010:103), o filósofo avisa também que “(...) com tropas aliadas, a ruína é certa.” (Maquiavel, 2010:104). E

¹⁰⁰ “The losses to white knights exceed announcement period losses to friendly non-white-knight bidders, and in some cases also exceed losses to hostile bidders.” Niden (1993:29)

¹⁰¹ “Targets acquired by white knights experience higher abnormal gains around the acquisition announcement than targets acquired by friendly non-white knights and about the same abnormal gains as targets acquired by hostile bidders.” Niden (1993:29)

¹⁰² “Though the incumbents want to keep their jobs, they have no resistance options other than creating limited increases of takeover costs to the bidder. If the bidder completes a takeover despite these costs, he replaces the management.” Shleifer e Vishny (1986:463)

por fim, deixa bem clara a sua posição relativamente a exércitos aliados perante os custos estratégicos que representam: “Concluo, portanto, dizendo que, sem possuir exército próprio, nenhum príncipe pode estar seguro.” (Maquiavel, 2010:106).

Passamos então de seguida a sintetizar as várias conclusões retiradas da análise que fizemos a este tema.

3.4.3 SÍNTESE

Neste subcapítulo, estabelecemos vários paralelos entre a realidade empresarial de hoje e a realidade italiana do século XV descrita por Maquiavel. Relacionando os principados civis com os *management buyouts* e o recurso a aliados aquando da defesa da nação com os *white knights* usados como defesa de ofertas de aquisição hostis, conseguimos retirar algumas das lições e alertas de Maquiavel para a realidade de hoje.

Para Maquiavel, quando um elemento do povo sobe na escala hierárquica até Príncipe, terá duas situações a envolvê-lo: os poderosos que o apoiaram vão exigir muito dele, ou nos casos em que o seu apoio veio do povo, será idolatrado caso consiga manter os súbditos satisfeitos e envolvidos na sua governação. Estas situações envolvem também os gestores que adquiram a empresa que gerem através do recurso a um *management buyout*, pois esses gestores, terão aqueles que financiaram a operação a pressioná-los e a “exigir muito deles”, para que possam recuperar o mais rapidamente possível o investimento e, por outro lado, precisarão de ter os restantes trabalhadores do seu lado de modo a conseguirem retirar todo o valor que pretendem dessa operação.

No que respeita ao recurso a aliados, Maquiavel prevê um mau resultado para o Príncipe que se socorre desta medida para se defender, independentemente do resultado da guerra, pois tal como numa oferta hostil, em que a empresa alvo recorre a um *white knight*, caso a defesa tenha sucesso, isto é, os aliados conseguem ajudar a derrotar o inimigo (ou no caso de uma oferta hostil, a empresa seja adquirida pelo *white knight*), o Príncipe (*CEO*) terá que se subjugar às regras daqueles que o ajudaram, perdendo a sua independência; caso o desfecho seja o contrário, então a probabilidade do Príncipe (*CEO*) ser forçado a deixar o seu cargo é muito grande.

Concluindo, neste capítulo, mais do que conselhos, transcrevemos opiniões e descrições de Maquiavel, que apesar de se dirigirem a tipos de principados ou de relações entre estados, condizem na perfeição com a realidade atual das alianças e dos *management buyouts*

.

4 CONCLUSÃO

Recorrendo à obra-prima do filósofo italiano, Nicolau Maquiavel, *O Príncipe* esta dissertação começou por descrever os artigos científicos que já tinham analisado esta obra do ponto de vista da sua aplicação à gestão de empresas, nomeadamente à gestão de recursos humanos ou à estratégia empresarial. Posteriormente, foram analisadas três áreas das fusões e aquisições e feito o paralelo com as teorias de Maquiavel. É agora altura de sintetizar as várias conclusões e com isso estruturar uma resposta final à nossa pergunta de partida.

Na parte inicial desta dissertação conseguimos retirar várias conclusões:

- A área dos recursos humanos é aquela com maior quantidade de estudos, uma vez que *O Príncipe* de Maquiavel se foca muito nas relações interpessoais entre o soberano e os seus súbditos, os seus inimigos e os seus aliados;
- Existem visões distintas quanto à bondade das teorias de Maquiavel, havendo autores que veem um lado realista e positivo, como D'Andrade (1993) e outros que dão relevância a um lado mais negativo, como Calhoon (1969).
- Outras áreas onde o paralelo com as teorias de Maquiavel é feito são a gestão estratégica, a vida pública, e dentro dos recursos humanos, as áreas mais específicas da liderança e dos sistemas de incentivos;
- As fusões e aquisições são uma área pouco explorada neste âmbito, sendo alvo de apenas curtas referências em alguns artigos, reforçando assim a nossa motivação para a tarefa a que nos propusemos na introdução.

Feita esta revisão de literatura, avançamos para o tema das fusões e aquisições, mais concretamente, para o subtema da integração de empresas pós-aquisição, de onde podemos retirar algumas conclusões:

- O sucesso no processo de integração após um processo de fusão ou aquisição é determinante para o sucesso da operação, sendo que as diferenças culturais entre as duas empresas são o fator principal para levar ao insucesso. Também Maquiavel aponta as semelhanças ou diferenças culturais como um

fator determinante para a manutenção de um estado conquistado quando afirma: “Digo, por conseguinte, que estes estados que (...) são da mesma região e da mesma língua (...) é fácil a sua manutenção, sobretudo quando não estão habituados a viver livres.” (Maquiavel, 2010:47);

- No caso real da fusão entre a *Daimler* e a *Chrysler*, o choque cultural foi a principal razão para os resultados desastrosos da operação, que não conseguiu ter um processo de integração bem-sucedido. Este é apenas um exemplo entre muitos outros que falharam por este motivo, para o qual Maquiavel já tinha alertado há cinco séculos atrás;

- Para facilitar a integração, é hoje aconselhável que existam *task-forces* dedicadas em exclusivo ao processo de integração, que se envolvam no espaço e na cultura da nova empresa, fazendo também uma fusão das culturas. Nicolau Maquiavel sugeriu que fossem criadas colónias nas nações conquistadas, de modo a levar os costumes e os princípios da nação conquistadora. Podemos concluir que o conselho é o mesmo, com o mesmo objetivo, apenas num tempo e espaço bastante diferentes.

O segundo tema a ser abordado no âmbito das fusões e aquisições foi o da presença de outros agentes que não a empresa adquirente e a adquirida no meio da operação, mas mais propriamente intermediários e consultores, uma vez que a realidade destes agentes é muito semelhante à realidade das tropas mercenárias que existiam na Itália do século XV. Neste capítulo, as conclusões foram:

- Maquiavel afirma que, independentemente da qualidade das tropas, quem recorresse aos seus serviços nunca sairia a ganhar, ora porque tropas de boa qualidade vão olhar pelos seus interesses ora porque tropas de fraca qualidade não tendem a sair vitoriosas. Na vida empresarial, recorrer a consultores ou a bancos de investimento de topo tem um preço tão elevado que tende a consumir a rentabilidade da operação para a qual foram contratados. Quando se recorre a agentes de qualidade inferior, o risco de receber serviços de

fraca qualidade, que se traduzirão em más avaliações ou aconselhamentos, aumenta e com isso aumenta a probabilidade insucesso da operação;

- O soldo era a única força que movia estas tropas sem nação, que atuavam em favor de quem lhes pagasse mais, não olhando a outros fatores. Nos dias de hoje, as comissões recebidas nas operações de fusões e aquisições tornaram-se tão relevantes em agentes externos como os bancos de investimento, que a estruturação dos contratos é feita com o único objetivo de maximizar a quantia recebida, não sendo relevante o efeito que isso terá para aqueles que os contratam;

- Exemplificando o que referimos no ponto anterior, referimos neste capítulo a fusão da *Hewlett-Packard* com a *Compaq*, na qual o banco de investimento da empresa adquirente não se preocupou em minimizar o valor pago pela empresa que representava, uma vez que o seu contrato relacionava o pagamento das comissões apenas com a concretização do negócio. Maquiavel alertou na sua obra para este fenómeno – mercenários que atuam apenas por dinheiro – no entanto, o problema de agência entre empresas e bancos de investimento/consultores continua a persistir década após década, ou melhor dizendo, século após século.

Por fim, abordamos os *management buyouts*, uma operação específica na vasta realidade das aquisições e os *white knights*, que se trata de um aliado ao qual as empresas alvo recorrem quando estão a ser alvo de uma oferta hostil. Neste capítulo conclui-se que:

- O fenómeno que ajuda ao sucesso de um *management buyout*, que é o controlo exercido pelos credores que suportaram financeiramente a operação, bem como a importância especial de que se reveste o apoio de todos os colaboradores da empresa, foi também descrito por Maquiavel quando explicou que num principado civil, onde o príncipe era anteriormente um elemento do

povo, os poderosos que o apoiaram na sua ascensão iriam sempre cobrar esse favor e que o apoio dos seus súbditos é essencial para o sucesso da governação;

- No que respeita à necessidade de recorrer a aliados, Maquiavel adverte para o facto de esta ser uma péssima solução, uma vez que o Príncipe ficará sempre numa má posição, quer ganhe o seu adversário ou o seu aliado. Nas empresas, quando um *CEO* recorre a um *white knight* fica também sempre numa péssima solução, pois se o *white knight* vence a operação, fica nas suas mãos e perde a sua independência, se mesmo assim é adquirido por outra empresa que considerou hostil, perderá, muito provavelmente o seu lugar.

Sintetizadas as conclusões dos vários capítulos e subcapítulos, poderemos chegar a uma conclusão geral que responde à nossa pergunta de partida.

Em todos os capítulos encontramos evidências de que as teorias, as afirmações e as opiniões que Nicolau Maquiavel exprimiu na sua obra *O Príncipe* são atuais e se aplicam a várias áreas das fusões e aquisições de empresas. São exemplo destas áreas: a integração pós-aquisição, o papel dos agentes externos, os *management buyouts* e os *white knights*. Assim poderemos, com base no trabalho aqui apresentado, afirmar que: **Nicolau Maquiavel escreveu há cinco séculos atrás na sua obra-prima, *O Príncipe*, teorias que hoje se aplicam às fusões e aquisições de empresas.**

5. BIBLIOGRAFIA

LIVROS:

DePamphilis, Donald M.. “Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities”. Elsevier: Academic Press, 2012. ISBN: 978-0-12-385485-8

Jay, Anthony. “Management and Machivalli: an inquiry to the politics of corporate life”. Holt, Rinehart and Winston, 1967.

Maquiavel, Nicolau. “O Príncipe”. Tradução de: David Martelo. Lisboa: Edições Sílabo, 2006. ISBN: 978-972-618-451-5

Sudarsanam, Sudi. “Creating Value from Mergers and Acquisitions”. Pearson Education Limited, 2003. ISBN:978-0-273-71539-9

ARTIGOS:

Band, Christa (2006), “Conflicts of Interests in Financial Services and Markets”, International Business Law Review, Vol. 12 pp. 677-688. URL: <http://www.herbertsmith.com/NR/rdonlyres/568F3344-0BAF-490F-910C-A8DA83C6B0FD/2917/BandArticle.pdf>

Banerjee, Ajeyo e James E. Owers (1992), "Wealth Reduction in White Knight Bids", Financial Management, Vol. 21, Nº3 pp. 48-57. URL: <http://www.jstor.org/3666018>

Birkinshaw, Julian , Henrik Bresman e Lars Häkanson (2000), "Managing the post-acquisition integration process: how the human integration and task integration processes interact to foster value creation", Journal of Management Studies, Vol. 37:3 pp. 0022-2380

Bodnaruk, Andriy, Massimo Massa e Andrei Simonov (2009), "Investment Banks as Insiders and the Market for Corporate Control", The Review of Financial Studies, Vol. 22, Nº 12 pp. 4989-5026. DOI: 10.1093/rfs/hhp043

Bos, Rene Ten (2002), "Machiavelli's Kitchen", Organization Articles, Vol. 9(1) pp. 51-70. DOI: 10.1177/135050840291003

Bowers, Helen M. e Robert E. Miller (1990), "Choice of Investment Banker and Shareholders' Wealth of Firms Involved in Acquisitions", *Financial Management*, Vol. 19, N° 4 pp. 34-44. URL: <http://www.jstor.org/stable/3665608>

Calhoon, Richard P. (1969), "Niccolo Machiavelli and the Twentieth Century Administrator", *The Academy of Management Journal*, Vol. 12, N° 2 pp. 205-212. URL: <http://www.jstor.org/stable/254816>

Carroll, Carolyn, John m. Griffith e Patricia M. Rudolph (1998), "The Performance of White-Knight Management". *Financial Management*, Vol. 27, N°2 pp. 46-56. URL: <http://www.jstor.org/stable/3666292>

Chatterjee, Sayan (1986), "Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms", *Strategic Management Journal*, Vol. 7, N° 2 pp. 119-139. URL: <http://links.jstor.org/sici?sici=0143-095%28198603%2F04%297%3A2%3C119%3ATOSA%3E2.0.CO%3B2-U>

Cyriac, K. e R. Dharmaraj (1994), "Machiavellianism in Indian Management", *Journal of Business Ethics*, Vol. 13 pp. 281-286

D'Andrade, Kendall (1993), "Machiavelli's Prince as CEO", *Business Ethics Quarterly*, Vol. 3, N° 4 pp. 395-404. URL: <http://www.jstor.org/stable/3857285>

Eslao, Eric Bravo (2009), "Cisco's innovation-through-acquisition strategy", Faculty of San Francisco State University. URL: <http://pt.scribd.com/doc/22395023/Cisco-s-Innovation-Through-Acquisition-Strategy>

Finkelstein, Sydney (2002), "The Daimler Chrysler Merger", Tuck School of Business at Dartmouth N° 1-0071 pp.1-18

Haleblian, Jerayr e Sydney Finkelstein (1999), "The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 44, N° 1 pp. 39-56. URL:

<http://www.jstor.org/stable/2667030>

Harris, Phil (2010), "Machiavelli and the global compass: ends and means in ethics and leadership", *Journal of Business Ethics*, Vol. 93 Supplement 1 pp. 131-138. URL: <http://www.springerlink.com/content/356l3585n5453622/abstract/>

Hayward, Mathew L. A. (2003), "Professional Influence: The effects of investment banks on clients' acquisition financing and performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 24 pp. 783-801. DOI: 10.1002/smj.336

Hunter, William C. e Julapa Jagtiani (2003), "An analysis of advisor choice, fees, and effort in mergers and acquisitions", *Review of Financial Economics*, Vol. 12 pp. 65-81. DOI: 10.1016/S1058-3300(03)00007-7

Jemison, David B. e Sim B Sitkin (1986), "Corporate Acquisitions: A Process Perspective", *The Academy of Management Review*, Vol. 11, N° 1 pp. 145-163. URL: <http://www.jstor.org/stable/258337>

Kaplan, Steven (1989), "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24 pp. 217-254.

Kosnik, Rita D. e Debra L. Shapiro (1997), "Agency Conflicts between Investment Banks and Corporate Clients in Merger and Acquisition Transaction: Causes and Remedies", *The Academy of Management Executive* (1993-2005), Vol. 11, N° 1 pp. 7-20. URL: <http://www.jstor.org/stable/4165368>

Krishnan, Hema A., Alex Miller e William Q. Judge (1997), "Diversification and top management team complementarity: is performance improved by merging similar or dissimilar teams?", *Strategic Management Journal*, Vol. 18:5 pp. 361-374.

Larsson, Rikard e Sydney Finkelstein (1999), "Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization", *Organizational Science*, Vol. 10, N° 1 pp. 1-26. URL:

<http://www.jstor.org/stable/2640385>

Malekzadeh e Nahavandi (1990), "Making Mergers Work by Managing Cultures", *Journal of Business Strategy*, Vol. 11 pp. 55 – 57. DOI: 10.1108/eb039378

McGuire, David e Kate Hutchings (2006), "A Machiavellian analysis of organisational change", *Journal of Organization Change Management*, Vol. 19, N° 2 pp. 192-209. DOI: 10.1108/09534810610648906

Miesing, Paul e John F. Preble (1985), "A Comparison of Five Business Philosophies", *Journal of Business Ethics*, Vol. 4 pp. 465-476

Niden, Cathy M. (1993), "An Empirical Examination of White Knight Corporate Takeovers: Synergy and Overbidding", *Financial Management*, Vol. 22, N° 4 pp. 28-45. URL: <http://www.jstor.org/stable/3665575>

Schweiger, David M. (1989), "Strategies for Managing Human Resources During Mergers and Acquisitions: An Empirical Investigation", *Human Resource Planning*, Vol. 12, N° 2 pp. 69-86.

Schweiger, David M., John M. Ivancevich e Frank R. Power (1987), "Executive Actions For Managing Human Resources Before And After Acquisition", *Academy of Management EXECUTIVE*, Vol. 1, N° 2 pp. 127-138.

Servaes, Henri e Marc Zenner (1996), "The Role of Investment Banks in Acquisitions", *The Review of Financial Studies*, Vol. 9, N° 3 pp. 787-815.

Shleifer, Andrei e Robert W. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, N° 3, parte 1 pp. 461-488. URL: <http://www.jstor.org/stable/1833044>

Shrivastava, Paul (1986), "Postmerger Integration", *The Journal of Business Strategy*, pp. 65-76.

Smith, Abbie J. (1990), "Corporate ownership structure and performance", *Journal of*

Financial Economics, Vol. 27 pp. 143-164.

Stouraitis, Aris (2003), "Acquisition premiums when investment banks invest their own money in the deals they advise and when they do not: Evidence from acquisition of assets in the UK", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27 pp. 1917-1934. DOI: 10.1016/S0378-4266(02)00312-6

Swain, John W. (2002), "Machiavelli and modern management", *Management Decision*, Vol. 40/3 pp. 281-287. DOI: 10.1108/00251740210420237

Walsh, James P. (1988), "Top Management Turnover Following Mergers and Acquisitions", *Strategic Management Journal*, Vol. 9, N° 2 pp. 173-183. URL: <http://www.jstor.org/stable/2486031>

Weir, Charlie e David Laing (1998), "Management buyouts: the impact of ownership changes on performance", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 5, ed. 3 pp. 261-269. DOI: 10.1108/EUM00000000006788

Wright, Mike, Ken Robbie, Steve Thompson e Ken Starkey (1994), "Longevity and the Life-cycle of Management Buy-outs", *Strategic Management Journal*, Vol. 15 pp. 215-227.

Wright, Mike, Nick Wilson, Ken Robbie e Christine Ennew (1996), "An Analysis of Management Buyout Failure", *Managerial and decision economics*, Vol. 17 pp. 57-70.

Wright, Mike, Steve Thompson, Ken Robbie e Pauline Wong (1995), "Management Buyouts in the Short and Long Term", *Journal of Business & Accounting*, Vol. 22(4) pp. 461-482.

Zollo, Maurizio e Harbir Singh (2004), "Deliberate Learning in corporate acquisitions: post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers", *Strategic Management Journal*, Vol. 25 pp. 1233-1256. DOI: 10.1002/smj.426